



Rättsfallssamlingen

FÖRSLAG TILL AVGÖRANDE AV GENERALADVOKAT
JULIANE KOKOTT
föredraget den 10 september 2020¹

Mål C-735/19

Euromin Holdings (Cyprus) Limited
mot
**Finanšu un kapitāla tirgus komisija (Kommissionen för tillsyn av finans-
och kapitalmarknaderna)**

(begäran om förhandsavgörande från Augstākā tiesa (Senāts) (Högsta domstolen, Lettland))

”Mål om förhandsavgörande – Bolagsrätt – Direktiv 2004/25/EG – Uppköpserbjudanden – Skydd av minoritetsaktieägare – Budplikt – Artikel 5.4 – Fastställande av det skäliga priset för erbjudandet – Beaktande av ett annat pris än det högsta pris som budgivaren betalat – Tillsynsmyndighetens godkännande av priset för erbjudandet – Aktiepriset beräknas på grundval av företagets värde – Objektiva värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys – Skadeståndsansvar för staten som följer av att unionsrätten varken har införlivats eller tillämpats på korrekt sätt – Budgivarens rätt till skadestånd med anledning av att ett överpris har tagits ut – Schablonmässig nedsättning av skadeståndsbeloppet – Rimlig ersättning”

I. Inledning

1. Den omständigheten att en investerare förvärvar så många andelar i ett bolag att han eller hon hädanefter kan kontrollera verksamheten påverkar inte bara företagsledningen, utan även aktieägarna. Sådana omständigheter förelåg nämligen inte då aktieägarna valde att investera. Därför vill de inte längre äga andelar i bolaget under sådana förhållanden. Enligt uppköpsdirektivet² ska investerare, som har förvärvat kontroll över bolaget (så kallade budgivare), därför erbjuda de övriga minoritetsaktieägarna att köpa deras aktier till ett skäligt pris. Enligt direktivet anses som skäligt det högsta pris som budgivaren betalat för värdepapperen under en viss period närmast före uppköpet.
2. Denna begäran om förhandsavgörande handlar om huruvida och under vilka villkor budgivare kan tvingas av medlemsstaterna att betala de övriga aktieägarna ett annat pris än det högsta pris som budgivarna har betalat. EU-domstolen gjorde en utförlig prövning av vissa aspekter av denna fråga i ett tidigare mål.³
3. Vidare handlar begäran om förhandsavgörande om huruvida och, om så är fallet, vilka anspråk en budgivare kan rikta mot en medlemsstat som har tvingat denne att betala ett överpris.

¹ Originalspråk: tyska.

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden (EUT L 142, 2004, s. 12), i dess lydelse enligt Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/59/EU av den 15 maj 2014 (nedan kallat direktiv 2004/25) (EUT L 173, 2014, s. 190).

³ Dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572).

A. Unionsrätt

1. Direktiv 2004/25

4. Skälen 6, 8 och 9 i direktiv 2004/25 har följande lydelse:

”(6) För att den skall vara effektiv bör regleringen av uppköp vara flexibel och kunna hantera nya omständigheter som kan uppstå och bör därför erbjuda möjlighet till undantag och dispenser. Vid tillämpningen av fastställda regler och undantag eller vid beviljandet av dispenser bör tillsynsmyndigheterna emellertid iaktta vissa allmänna principer.

...

(8) I enlighet med de allmänna principerna i gemenskapslagstiftningen och i synnerhet rätten till en rättvis rättegång, bör en tillsynsmyndighets beslut under lämpliga förutsättningar kunna omprövas av en oberoende domstol. Det bör dock lämnas till medlemsstaterna att avgöra om det skall finnas rättigheter som kan göras gällande i administrativa eller rättsliga förfaranden, oavsett om det rör sig om förfaranden mot en tillsynsmyndighet eller mellan budintressenter.

(9) Medlemsstaterna bör vidta nödvändiga åtgärder för att skydda värdepappersinnehavarna, särskilt dem med minoritetsinnehav, när kontrollen över bolaget har förvärvats. Medlemsstaterna bör säkerställa ett sådant skydd genom att ålägga den person som har förvärvat kontroll över bolaget att lämna ett erbjudande till alla innehavare av värdepapper i det bolaget avseende deras hela innehav till ett pris som är skäligt i enlighet med en gemensam definition.”

5. I artikel 3 i direktiv 2004/25/EG anges följande:

”1. För genomförandet av detta direktiv skall medlemsstaterna säkerställa att följande principer följs:

- a) Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag skall övriga värdepappersinnehavare skyddas.
- b) Innehavarna av värdepapper i ett målbolag skall ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet....
- c) Målbolagets styrelse skall handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.
- d) Marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudande eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids.

...

2. För att se till att principerna i punkt 1 följs

- a) skall medlemsstaterna säkerställa att minimikraven i detta direktiv uppfylls,
- b) får medlemsstaterna införa ytterligare villkor och strängare föreskrifter än de som föreskrivs i detta direktiv för att reglera erbjudanden.”

6. Artikel 4.6 i direktivet har följande lydelse:

”Detta direktiv skall inte påverka medlemsstaternas befogenheter att utse domstolar eller andra myndigheter som skall ansvara för behandlingen av tvister och för avgöranden om oegentligheter under erbjudandeförfarandet, och skall inte heller påverka medlemsstaternas befogenheter att reglera huruvida och under vilka omständigheter som budintressenterna får inleda administrativa eller rättsliga förfaranden. Detta direktiv skall i synnerhet inte påverka de befogenheter som domstolar kan ha i en medlemsstat att avvisa en talan och att ta ställning till huruvida en talan kan påverka resultatet av ett erbjudande. Detta direktiv skall inte påverka medlemsstaternas befogenheter att fastställa de rättsliga reglerna om tillsynsmyndigheternas ansvar eller i fråga om tvister mellan budintressenterna.”

7. I artikel 5 i direktivet föreskrivs följande under rubriken ”Skydd av minoritetsaktieägare, budplikt och skäligt pris”:

”1. Om en fysisk eller juridisk person till följd av eget förvärv eller förvärv genom personer som handlar i samförstånd med den personen innehar värdepapper i ett bolag... ger den personen en bestämd andel av röstetalet i bolaget varigenom den personen får kontroll över bolaget, skall medlemsstaterna säkerställa att den personen är förpliktigad att lämna ett erbjudande för att skydda minoritetsaktieägarna i bolaget. Detta erbjudande skall så snart som möjligt riktas till alla innehavare av dessa värdepapper och omfatta hela deras innehav till ett skäligt pris enligt definitionen i punkt 4.

...

4. Skäligt pris skall anses vara det högsta pris som budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med denne betalat för samma värdepapper under en period, som skall fastställas av medlemsstaterna, på minst sex och högst tolv månader närmast före det erbjudande som avses i punkt 1. Om budgivaren, eller en person som handlar i samförstånd med denne, efter erbjudandets offentliggörande och före acceptfristens utgång förvärvar värdepapper till ett pris som är högre än priset för erbjudandet, skall budgivaren höja sitt erbjudande till minst det högsta pris som betalats för de så förvärvade värdepapperen.

Förutsatt att de allmänna principerna i artikel 3.1 följs, får medlemsstaterna ge tillsynsmyndigheterna tillstånd att ändra det pris som avses i första stycket under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier. Medlemsstaterna får därför upprätta en förteckning över omständigheter då det högsta priset får ändras, antingen uppåt eller nedåt, till exempel om det högsta priset fastställts genom en överenskommelse mellan en köpare och en säljare, om de berörda värdepapperens marknadspris otillbörligen har påverkats, om marknadspriserna i allmänhet eller i vissa särskilda marknadspriser har påverkats av extraordinära händelser eller för att göra det möjligt att undsätta ett företag i svårigheter. De kan också fastställa vilka kriterier som skall användas i dessa fall, till exempel det genomsnittliga marknadsvärdet under en viss period, bolagets likvidationsvärde eller andra objektiva värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys.

Alla beslut från tillsynsmyndigheternas sida som innebär att det skäliga priset ändras skall motiveras och offentliggöras.

...”

2. Förordning nr 1254/2012

8. I kommissionens förordning (EU) nr 1254/2012 av den 11 december 2012 om ändring av kommissionens förordning (EG) nr 1126/2008 om antagande av vissa internationella redovisningsstandarder i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 vad gäller IFRS 10, IFRS 11, IFRS 12, IAS 27 (2011) och IAS 28 (2011)⁴ regleras införlivandet av vissa internationella redovisningsstandarder med unionsrätten.

9. I punkt 22 i förordningens bilaga om International Financial Reporting Standard 10, Koncernredovisning (nedan kallad IFRS 10:22), föreskrivs följande under rubriken "Innehav utan bestämmande inflytande":

"Ett moderföretag ska redovisa innehav utan bestämmande inflytande i koncernens rapport över finansiell ställning i eget kapital, skilt från eget kapital för moderföretagets ägare."

10. I bilaga A till den bilaga som anges ovan, med rubriken "Definierade begrepp", definieras begreppet koncernredovisning som en "redovisning för en *koncern* där *moderföretaget* och dess *dotterföretags* tillgångar, skulder, eget kapital, intäkter, kostnader och kassaflöden redovisas som en enda ekonomisk enhet."⁵

11. Begreppet innehav utan bestämmande inflytande definieras i denna bilaga som "aktier i ett *dotterföretag* som inte, direkt eller indirekt, kan hänföras till ett *moderföretag*."⁶

B. Lettisk rätt

12. I artikel 74.1 i Finanšu instrumentu tirgus likums (lagen om marknaden för finansiella instrument) (nedan kallad FITL) fastställs priset för erbjudandet vid ett obligatoriskt offentligt bud. Enligt bestämmelsen får priset inte vara lägre än:

- "1) det pris till vilket budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med budgivaren förvärvat aktierna i det berörda bolaget under de 12 föregående månaderna. Vid förvärv av aktier till olika priser, ska återköpspriset utgöras av det högsta av förvärvspriset för aktierna under de 12 månader som föregick den lagstadgade skyldigheten att lägga fram ett erbjudande om återköp.
- 2) det vägda genomsnittliga priset för aktien på den reglerade marknaden eller på den multilaterala handelsplattform som haft störst mängd transaktioner med aktierna i fråga under de senaste 12 månaderna. Det vägda genomsnittliga priset för aktien ska beräknas på grundval av de 12 närmast föregående månaderna före uppkomsten av den lagstadgade skyldigheten att lägga fram ett återköpserbjudande.
- 3) det värdet på aktien som beräknas genom att dividera det berörda bolagets nettotillgångar med antalet emitterade aktier. Nettotillgångarna ska beräknas genom att egna aktier och skulder dras av från summan av tillgångsposterna. Om det berörda bolaget har aktier med olika nominella värden, ska nettotillgångarna divideras i förhållande till den andel som varje nominellt värde för aktien har i aktiekapitalet vid beräkningen av aktiens värde."

13. När det berörda bolaget är skyldigt att upprätta en årlig koncernredovisning, ska det enligt artikel 74.2 FITL använda de uppgifter som framkommit vid beräkningen av värdet på aktien enligt den metod som anges i artikel 74.1.3 FITL.

⁴ EUT L 360, 2012, s. 1.

⁵ Kursiverat i originaltexten.

⁶ Kursiverat i originaltexten.

14. I artikel 14.1 i Konsolidēto gada pārskatu likums (lagen om årlig koncernredovisning) definieras årliga koncernredovisningar som det sammanlagda resultatet för de tillgångar, skulder, det egna kapitalet, intäkter och kostnader som anges i moderbolagets och dess dotterbolags årliga redovisningar. Samtliga de tillgångar och skulder som anges i koncernbolagens balansräkningar ska ingå i koncernens balansräkning.

15. I artikel 21.1 i samma lag föreskrivs att den andel eget kapital i koncernens dotterbolag som motsvarar det antalet aktier och andelar som deras minoritetsaktieägare äger ska redovisas i en särskild position i det egna kapitalet, under begreppet minoritetsinnehav.

16. I artikel 5 FITL regleras Finanšu un kapitāla tirgus komisijas (Kommissionen för tillsyn av finans- och kapitalmarknaderna), dess tjänstemäns och fullmaktshavares skyldighet att ersätta skador. Enligt denna bestämmelse är de inte skyldiga att betala ut skadestånd till kapitalmarknadsaktörer eller tredje man. De ansvarar inte heller för de åtgärder som de på lagligt sätt, korrekt och i god tro har vidtagit vid utövande av den tillsynsfunktion som de enligt lag och andra föreskrifter anförtrotts med.

17. I artikel 13.3 i Valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (lagen om skadestånd för skador som orsakats av de nationella myndigheterna) (nedan kallad VPINZAL) regleras storleken på den skadelidandes rätt till skadestånd gentemot myndigheter:

”Storleken på skadeståndet fastställs i princip på grundval av det belopp som har räknats fram enligt artikel 12 i denna lag och uppgår till:

- 1) 100 procent av det belopp som räknats fram när beloppet inte överstiger 142 288 euro,
- 2) mellan 50 och 100 procent av det belopp som räknats fram när beloppet är mellan 142 289 och 1 422 872 euro,
- 3) ett skäligt belopp som kan understiga 50 procent av det belopp som räknats fram om beloppet överstiger 1 422 872 euro,

...”

II. Bakgrund och förfarandet i det nationella målet

18. Klaganden i det nationella målet, Euromin Holdings (Cyprus) Limited (nedan kallad Euromin), förvärvade aktier i det börsnoterade aktiebolaget ”Ventpils nafta” (nedan kallat det berörda bolaget), närmare bestämt 93,24 procent av aktierna med rösträtt i företaget. Därigenom blev det berörda bolaget skyldigt att lägga fram ett obligatoriskt erbjudande om återköp av aktier för de övriga aktieägarna i det berörda bolaget. Därför skickade Euromin för godkännande ett prospekt för obligatoriskt erbjudande om återköp av aktier till Finanšu un kapitāla tirgus komisija (Kommissionen för tillsyn av finans- och kapitalmarknaderna (nedan kallad finanskommissionen), i vilket Euromin angav att priset för erbjudandet uppgick till 3,12 euro per aktie.

19. I beslut av den 15 oktober 2015 godtog finanskommissionen inte prospektet. Finanskommissionen delade den uppfattningen att Euromin måste lägga fram ett obligatoriskt erbjudande om återköp av aktier för det berörda bolagets minoritetsaktieägare till ett pris på 4,56 euro per aktie (nedan kallat det omtvistade beslutet). Därefter lämnade Euromin ett sådant erbjudande och förvärvade andelar från minoritetsaktieägarna till ett pris på 4,56 euro per aktie.

20. Finanskommissionen anser att priset på 4,56 euro per aktie beräknas genom att man korrekt tillämpar den beräkningsmetod som anges i artikel 74.1.3 FITL. Enligt denna bestämmelse ska priset på erbjudandet bygga på det värde som beräknas genom att det berörda bolagets nettotillgångar divideras med antalet emitterade aktier. Nettotillgångarna definieras i denna bestämmelse som bolagets samtliga tillgångar med avdrag för dess egna aktier och skulder, med den preciseringen att uppgifterna i det berörda bolagets koncernredovisning ska användas enligt artikel 74.2 FITL när det rör sig om en koncern. Till skillnad från Euromin anser finanskommissionen i detta sammanhang att tredje mans så kallade innehav utan bestämmande inflytande i det berörda bolagets dotterbolag som förtecknas i den årliga koncernredovisningen ska ingå i det berörda bolagets nettotillgångar. Innehavet redovisas i det berörda bolagets årliga koncernredovisning i en särskild position i det egna kapitalet och inte som skuld. Därför ska innehavet enligt artikel 74.1.3 FITL innefattas.

21. Euromin överklagade beslutet till Administratīvā apgabaltiesa (regional förvaltningsdomstol, Lettland) och yrkade skadestånd på sammanlagt 7 236 243,36 euro för uppköpsmerkostnader, vilket motsvarar skillnaden mellan det ursprungliga och det förhöjda priset för erbjudandet.

22. I sin dom av den 10 mars 2017 biföll Administratīvā apgabaltiesa (regional förvaltningsdomstol) delvis talan, upphävde det omtvistade beslutet och förpliktade finanskommissionen att betala skadestånd på 50 procent av det överskjutande beloppet till klaganden i första instans. Denna domstol grundar nedsättningen av skadeståndet på artikel 13.3 VPINZAL.

23. Euromin och finanskommissionen överklagade beslutet till Augstākā tiesa (Senāts) (Högsta domstolen).

24. Senāts hyser tvivel om huruvida tillämpningen av artikel 74.1.3 FITL i det nationella målet är förenlig med artikel 5.4 i direktiv 2004/25. Vidare hyser Senāts tvivel om huruvida domstolens praxis om medlemsstaternas skadeståndsansvar för att unionsrätten varken har införlivats eller tillämpats på korrekt rätt utgör hinder för tillämpningen av artikel 13.3.3 VPINZAL.

III. Tolkningsfrågorna och förfarandet vid EU-domstolen

25. Mot denna bakgrund beslutade Augstākā tiesa (Senāts) (Högsta domstolen) att vilandeförklara målet och i enlighet med artikel 267 FEUF hänskjuta följande frågor till domstolen med begäran om förhandsavgörande:

- 1) Är en nationell lagstiftning som föreskriver att aktiepriset vid ett obligatoriskt erbjudande om återköp ska beräknas genom att det berörda bolagets nettotillgångar (inklusive innehav utan bestämmande inflytande – minoritetsinnehav) divideras med antalet emitterade aktier förenlig med en riktig tillämpning av artikel 5 i direktiv 2004/25?
- 2) Om svaret på den första tolkningsfrågan är nekande, det vill säga om det berörda bolagets nettotillgångar inte ska innefatta innehav utan bestämmande inflytande eller minoritetsinnehav, kan då en metod för att fastställa aktiepriset där det är nödvändigt att använda sig av en tolkningsmetod – teleologisk tolkning – för att förstå den, anses vara tydligt fastställd, i den mening som avses i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25?
- 3) Är en lagstiftning som föreskriver att det högsta priset av följande tre möjliga varianter ska väljas förenlig med artikel 5.4 i direktiv 2004/25?

- Det pris till vilket budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med budgivaren förvärvat aktierna i det berörda bolaget under de 12 föregående månaderna. Vid förvärv av aktier till olika priser, ska återköpspriset utgöras av det högsta av förvärvspriset för aktierna under de 12 månader som föregick den lagstadgade skyldigheten att lägga fram ett erbjudande om återköp.
 - Det vägda genomsnittliga priset för aktien på den reglerade marknaden eller på den multilaterala handelsplattform som haft störst mängd transaktioner med aktierna i fråga under de senaste 12 månaderna. Det vägda genomsnittliga priset för aktien ska beräknas på grundval av de 12 närmast föregående månaderna före uppkomsten av den lagstadgade skyldigheten att lägga fram ett återköpserbjudande.
 - Det värde på aktien som beräknas genom att dividera det berörda bolagets nettotillgångar med antalet emitterade aktier. Nettotillgångarna ska beräknas genom att egna aktier och skulder dras av från summan av tillgångsposterna. Om det berörda bolaget har aktier med olika nominella värden, ska nettotillgångarna divideras i förhållande till den andel som varje nominellt värde för aktien har i aktiekapitalet vid beräkningen av aktiens värde.
- 4) Om den beräkningsmetod som fastställts i den nationella rätten med stöd av det utrymme för skönsmässig bedömning som medlemsstaterna ges enligt artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 leder till ett högre pris än priset i artikel 5.4 första stycket i direktivet, är det då förenligt med direktivets syfte att det högsta priset alltid ska väljas?
- 5) Om en enskild vållas skada på grund av en felaktig tillämpning av unionsrätten, får då den nationella rätten föreskriva en begränsning av skadeståndet för den skadan om denna begränsning tillämpas på samma sätt på skador som uppkommit på grund av en felaktig tillämpning av den nationella rätten som på skador som uppkommit på grund av en felaktig tillämpning av unionsrätten?
- 6) Ger de bestämmelser i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden som är tillämpliga i förevarande mål rättigheter för enskilda, det vill säga är villkoret för att det ska uppstå skadeståndsansvar för staten uppfyllt?

26. Euromin, Republiken Lettland, Republiken Polen, Förbundsrepubliken Tyskland och Europeiska kommissionen har avgett skriftliga yttranden om tolkningsfrågorna.

27. Vid förhandlingen den 9 juli 2020 deltog Euromin, Republiken Lettland och Europeiska kommissionen.

IV. Rättslig bedömning

28. Begäran om förhandsavgörande från Augstākā tiesa (Senāts) (Högsta domstolen) omfattar två ämnesområden. För det första frågar Senāts hur artikel 5 i direktiv 2004/25 ska tolkas. I bestämmelsen anges hur en budgivare ska lägga fram ett obligatoriskt erbjudande för minoritetsaktieägare i samband med att denne förvärvar en kontrollerande andel i bolaget. Frågan uppkommer dessutom om följderna av ett eventuellt felaktigt införlivande av bestämmelsen med lettisk rätt. Senāts ska i synnerhet avgöra huruvida och i vilken omfattning budgivaren har rätt till skadestånd gentemot de lettiska myndigheterna på grund av att budgivaren har betalat ett överpris för erbjudandet.

29. Frågorna 1–4 avser fastställandet av vad som utgör ett ”skäligt pris” för ett obligatoriskt erbjudande i den mening som avses i artikel 5.4 i direktiv 2004/25. Den lettiska tillsynsmyndigheten anser att priset för erbjudandet – till skillnad från priset i artikel 5.4 första stycket – inte ska fastställas på grundval av det högsta pris som budgivaren betalat för samma värdepapper under den lagstadgade perioden

närmast före uppköpserbjudandet (nedan kallat det högsta pris som budgivaren betalat). Tvärtom ska priset fastställas på grundval av aktievärdet, vilket beräknas genom att det berörda bolagets nettotillgångar divideras med antalet emitterade aktier i enlighet med de nationella bestämmelserna. Värdet på aktien överstiger nämligen det högsta pris som budgivaren betalat.

30. I detta sammanhang ska det vid besvarandet av frågorna 3 och 4 inledningsvis fastställas huruvida det över huvud taget kan anses vara förenligt med direktiv 2004/25 att prisberäkningen ska bygga på ett annat värde än det högsta pris som budgivaren betalat, om värdet överstiger det pris som budgivaren betalat (se avsnitt A). Först därefter kan man undersöka föremålet för frågorna 1 och 2, det vill säga hur det berörda bolagets nettotillgångar ska beräknas på korrekt sätt för att fastställa ett skäligt pris för erbjudandet. I detta sammanhang ska de krav som direktivet ställer för att beräkna ett sådant alternativt värde fastställas (se avsnitt B).

31. Därefter ska konsekvenserna på det nationella målet av ett felaktigt införlivande av direktivet undersökas. Fråga 6 handlar nämligen om huruvida direktivets bestämmelser avser att ge budgivaren i det nationella målet rättigheter som innebär att han eller hon kan rikta skadeståndsanspråk mot staten på grund av att unionsrätten har åsidosatts (se avsnitt C).

32. Om frågan ska besvaras jakande, ska man avslutningsvis, vid besvarandet av fråga 5, pröva huruvida principerna om likvärdighet och effektivitet utgör hinder för en schablonmässig nedsättning av skadeståndet i det nationella målet (se avsnitt D).

A. Frågorna 3 och 4

33. Den hänskjutande domstolen vill med frågorna 3 och 4 få klarhet i huruvida direktiv 2004/25 utgör hinder för en nationell bestämmelse enligt vilken priset för erbjudandet alltid ska vara det högsta av de tre priser som beräknats på grundval av olika beräkningsmetoder och kriterier. Enbart ett av dessa kriterier utgör det högsta pris som budgivaren enligt artikel 5.4 första stycket betalat för samma värdepapper under en period, som den berörda medlemsstaten har fastställt, närmast före erbjudandet.

34. Huvudfrågorna rör huruvida och under vilka förutsättningar en medlemsstat får välja andra värden eller beräkningsmetoder än dem i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 när medlemsstaten föreskriver i nationell lagstiftning vad som utgör ett "skäligt pris" för ett obligatoriskt erbjudande. Inledningsvis ska principen i artikel 5.4 första stycket analyseras (se avsnitt 1), innan man kan undersöka möjligheter att frånga denna princip (se avsnitt 2). Avslutningsvis ska man bedöma innebörden för den bestämmelse som är tillämplig i det nationella målet (se avsnitt 3).

1. Minoritetsaktieägare skyddas genom att budgivaren tvingas lägga fram ett obligatoriskt erbjudande till det högsta pris som denne betalat

35. Enligt direktiv 2004/25 skyddas aktieägarna generellt genom att det ska lämnas omfattande uppgifter i samband med att det berörda företaget köps upp. Denna skyldighet ska säkerställa att aktieägarna kan uppskatta effekterna av uppköpet på företaget och på deras rättigheter och därigenom fatta självständiga och ansvarsfulla beslut.⁷ De övriga minoritetsaktieägarna skyddas genom att

⁷ Se, särskilt, artiklarna 6 och 8 i direktiv 2004/25, samt principerna i artikel 3.1 b och 3.1 c i direktivet.

budgivaren tvingas lägga fram ett obligatoriskt erbjudande.⁸ Tack vare budplikten kan minoritetsaktieägarna sälja sina värdepapper till rättvisa villkor och, i synnerhet, till ett skäligt pris.⁹ Därigenom beaktas det faktum att det råder andra villkor när kontrollen förändras och förhindras att minoritetsaktieägarna bär risken för ett prisfall i samband med ett uppköp.

36. I enlighet med artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 ska det högsta pris som budgivaren betalat för samma värdepapper på en reglerad marknad under en period, som ska fastställas av den berörda medlemsstaten, närmast före det erbjudande som avses i punkt 1 i bestämmelsen anses vara skäligt. Detta pris utgör det lägsta pris som en budgivare ska erbjuda.

37. Jag anser att skälet för denna bestämmelse är att en välfungerande kapitalmarknad leder till en aktiekurs som varken under- eller övervärderar företaget och därför avspeglar det faktiska värdet på en andel i det berörda företaget. Unionslagstiftaren tillämpar i detta sammanhang en effektiv, transparent och likvid marknad som ledstjärna.¹⁰

38. Dessutom ges minoritetsaktieägaren i förekommande fall¹¹ och vid fastställande av det högsta pris som budgivaren betalat möjlighet att få del av den så kallade kontrollpremien,¹² medan budgivaren är säker på att han eller hon vid ett obligatoriskt erbjudande inte kommer att behöva betala mer än denne var villig att betala under den föregående perioden.¹³

39. EU-domstolen har tidigare slagit fast att medlemsstaterna ska tillämpa artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25.¹⁴ Detta innebär att medlemsstaterna hindras från att tillämpa ett annat (skäligt) pris än det högsta pris som budgivaren betalat.

2. Möjligheterna att frånga principen om det högsta priset

a) Undantagsordning för att säkerställa en högre skyddsnivå?

40. Frågan uppkommer dock om huruvida medlemsstaterna, i syfte att säkerställa en högre skyddsnivå för minoritetsaktieägare, får föreskriva som lägsta pris för obligatoriska erbjudanden ett pris som överstiger det i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25.

41. Härvidlag bör erinras om att det av skäl 25 i direktiv 2004/25 framgår att syftet med direktivet är att ge minimiriktlinjer för att garantera en tillräcklig skyddsnivå för värdepappersinnehavare. I enlighet med artikel 3.2 b i direktiv 2004/25 kan medlemsstaterna därför införa ”ytterligare villkor och strängare föreskrifter” för att reglera erbjudanden.

⁸ Dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 28).

⁹ Se *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bryssel den 10 januari 2002 (nedan kallad Winter-rapporten), s. 53.

¹⁰ Se, bland annat, skäl 2 och artikel 13.2 a och 13.2 c i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) (EUT L 173, 2014, s. 1) eller skäl 10 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel (EUT L 345, 2003, s. 64).

¹¹ Det vill säga när ett uppköp genomförs på så sätt att en enda aktieägare förvärvar så många andelar att denne får en kontrollerande majoritet. En kontrollerande majoritet kan också uppnås genom att en aktieägare köper ytterligare aktier i mindre omfattning och därefter går samman med en annan aktieägare.

¹² Kontrollpremien utgör den ”premie som betalas av förvärvaren”, som en budgivare behöver betala på en välfungerande marknad för aktieposter som ger denne en kontrollerande majoritet på grundval av vilken denne, utöver att äga aktier, kan medverka i företagets ledning.

¹³ Se, i detta avseende, Winter-rapporten, s. 58.

¹⁴ Dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572, punkterna 28 och 30).

42. Frågan uppkommer dock om huruvida artikel 3.2 i direktiv 2004/25 även är tillämplig för att fastställa det skäliga priset vid ett obligatoriskt erbjudande. Medlemsstaterna kan införa strängare föreskrifter och ytterligare villkor vad gäller bland annat det underlag och de uppgifter som ska lämnas till aktieägare i samband med ett uppköpserbjudande. Om priset för erbjudandet i artikel 5.4 första stycket är oskäligt, föreskrivs i 5.4 andra stycket att tillsynsmyndigheterna får ändra priset, antingen uppåt eller nedåt.¹⁵ Det kan inte utgöra någon minimiriktlinje.

43. Kvalificeringen av principen om det högsta priset som minimiriktlinje i den mening som avses i artikel 3.2 a strider mot uppköpsdirektivets allmänna anda.¹⁶ Syftet med direktivet är nämligen att öka transparens och rättssäkerhet vid gränsöverskridande uppköp¹⁷ och därigenom förverkliga etableringsfriheten. Förverkligandet av etableringsfriheten förutsätter nämligen att investerare ges ökad förutsebarhet, eftersom ovissheten kring uppköpsrelaterade kostnader kan bromsa gränsöverskridande investeringar.¹⁸ Därför kräver artikel 50.2 g FEUF, som är den rättsliga grund som är tillämplig i förevarande fall, att skyddsåtgärder för bolagsmän samordnas, vilket innebär att de utformas på samma sätt, i syfte att underlätta gränsöverskridande uppköp. Skyddet av bolagsmän innebär således inte att etableringsfriheten inskränkas, utan syftar till att förverkliga denna frihet.¹⁹ Av samma anledning anges i skäl 9 i direktiv 2004/25 att definitionen av vad som utgör ett skäligt pris ska vara densamma inom unionen.²⁰

44. Principen om det högsta priset i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 utgör således en princip som medlemsstaterna måste iaktta för att göra rättsläget tydligare vid gränsöverskridande uppköpserbjudanden, vilket kommer att gynna alla berörda parter och garantera skyddet av minoritetsaktieägarna vid sådana transaktioner.²¹

b) Möjligheter att frångå det högsta pris som budgivaren betalat om priset är oskäligt eller inte kan fastställas

45. EU-domstolen har slagit fast att det högsta pris som budgivaren betalat *i princip*²², det vill säga endast i vanliga fall, ska anses vara skäligt i den mening som avses i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25.²³

¹⁵ Se, i detta avseende, punkt 47 i detta förslag till avgörande.

¹⁶ Vad gäller beaktandet av de allmänna syftena med direktivet för att besvara frågan om huruvida medlemsstaterna får frångå direktivets bestämmelser, se dom av den 23 maj 1990, Van den Burg (C-169/89, EU:C:1990:227, punkt 10), och dom av den 30 april 1998, Bellone (C-215/97, EU:C:1998:189, punkt 17).

¹⁷ Se, särskilt, skälen 3 och 25 i direktiv 2004/25, samt förslaget till rådets och Europaparlamentets direktiv om uppköpserbjudanden, KOM(2002) 534 slutlig (EUT C 45 E, 2003, s. 1) (nedan kallat direktivförslaget), s. 2.

¹⁸ Se Winter-rapporten, s. 57.

¹⁹ Se, för ett liknande resonemang, även *Dougan*, Minimum Harmonization and the Internal Market, (2000) 37 CLMR 853 (876).

²⁰ Dessutom är det enkelt att beräkna det högsta pris som budgivaren betalat, vilket garanterar en hög nivå av rättssäkerhet. Se, redan, förslag till avgörande av generaladvokaten Wahl i målet Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:212, punkt 31).

²¹ Se, i detta avseende, direktivförslaget, s. 2.

²² Se, exempelvis, den italienska, den franska, den polska eller den engelska versionen av dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572, punkterna 30), där det anges att det högsta pris som budgivaren betalat ska anses vara skäligt "*a titolo principale*", "*à titre principal*", "*zasadniczo*" eller "*primarily*" enligt artikel 5.4 första stycket i direktivet. Den del som uppmärksamats saknas i den tyska översättningen av domen.

²³ Se, även, rekommendationen i Winter-rapporten, s. 58 och 59. Kommissionens direktivförslag följer uppenbarligen dessa rekommendationer i artikel 5 i direktiv 2004/25 för att definiera vad som utgör ett skäligt pris. Se direktivförslaget, s. 2.

46. Enligt artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 får medlemsstaterna ge tillsynsmyndigheterna tillstånd att ändra priset under vissa omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier. I bestämmelsen anges följande fall som exempel där det kan vara lämpligt att göra en sådan ändring: en överenskommelse mellan säljare och köpare, extraordinära händelser eller att priset på värdepapperen har varit föremål för otillbörlig påverkan.²⁴ I exemplen utgår man från att det högsta pris som budgivaren betalat inte motsvarar det pris som skulle fastställas på en välfungerande kapitalmarknad. Sådana resultat ska förhindras, enligt artikel 3.1 d i direktiv 2004/25.

47. Det kan antas att det högsta pris som budgivaren betalat enbart blir skäligt om marknaden fungerar väl.²⁵ Artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 visar tvärtom med de exempel som anges däri att unionslagstiftaren inte anser att priset är skäligt i ett sådant fall.²⁶ Även möjligheten att ändra priset uppåt eller nedåt innebär att priset kan vara oskäligt på grund av att aktien antingen under- eller övervärderas. Det ska härvid framhållas att det enbart ankommer på medlemsstaterna att bedöma huruvida det högsta pris som budgivaren betalat är skäligt. Direktivet innehåller nämligen inte någon uttömmande uppräknings av de fall där tillsynsmyndigheten bör göra en ändring.²⁷

48. Det tillstånd som ges tillsynsmyndigheterna i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 att i vissa fall ändra priset för erbjudandet är endast fakultativt,²⁸ vilket innebär att medlemsstaterna inte behöver ge sina tillsynsmyndigheter en sådan befogenhet. Det ska dock framhållas att enbart tillståndet enligt artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 är fakultativt, inte skyldigheten att garantera ett skäligt pris för erbjudandet. Härav följer att medlemsstaterna kan föreskriva andra mekanismer och förfaranden för att garantera ett sådant pris i sådana fall som de som anges i artikel 5.4 andra stycket i direktivet.²⁹ Medlemsstaterna kan nämligen även föreskriva i kraft av själva lagen (*ipso jure*) att priset enligt artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 får frångås i de fall där detta pris är oskäligt. Därutöver kan medlemsstaterna avse en mekanism för att fastställa det skäliga priset för erbjudandet för det fall att priset enligt artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 inte kan fastställas.³⁰

49. Även artikel 4.5 andra stycket i och skäl 6 i direktiv 2004/25 talar för en sådan tolkning.³¹ Dessutom skulle man annars upprätthålla en situation som vore oförenlig med principen i artikel 3.1 d i direktiv 2004/25 och som skulle finna sitt ursprung i en otillbörlig påverkan på marknaderna eller en snedvridning av marknadernas normala funktionssätt.

50. För att garantera sin transparens och förutsebarhet,³² får en sådan lagbestämmelse emellertid, på grundval av de krav i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 som tillsynsmyndigheten måste iaktta för att ändra priset för erbjudandet, endast i vissa specifika fall och enligt tydligt fastställda kriterier avse en annan beräkningsmetod. Det gör nämligen ingen skillnad om en nationell tillsynsmyndighet ges tillstånd att ändra priset för erbjudandet i vissa fall enligt artikel 5.4 andra stycket, eller om myndigheten ska införa abstrakta och allmänna bestämmelser i den mening som avses i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25.

24 Se dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 38).

25 Se, i detta avseende, punkt 37 ovan.

26 Se, för ett liknande resonemang, även förslag till avgörande av generaladvokaten Wahl i målet Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:212, punkt 33) och Eftadomstolens dom av den 10 december 2010, Periscopus/Børs och Erik Must, (E-1/10, *Efta Court Report* 2009–10, s. 200, punkt 47).

27 Se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 37).

28 Dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572, punkterna 28 och 31).

29 Enligt Winter-rapporten, s. 59 och 61, kan detta bland annat vara fallet när det pris som fastställts på det viset är uppenbarligen orättvist.

30 Enligt Förbundsrepubliken Tyskland kan detta vara fallet när en kontrollerande majoritet enbart uppnås till följd av att flera minoritetsaktieägare går samman, det vill säga att de *handlar i samförstånd*.

31 Se, vad gäller den sistnämnda aspekten, Eftadomstolens dom av den 10 december 2010, Periscopus/Børs och Erik Must, (E-1/10, *Efta Court Report* 2009–10, s. 200, punkt 46).

32 Se i detta avseende, punkterna 43 och 44 ovan.

51. De fall där det lägsta priset för ett obligatoriskt erbjudande ska fastställas på grundval av ett annat pris än det högsta pris som budgivaren betalat ska därför framgå tydligt av lagbestämmelsen. Förutom fallen i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 ska dessa fall vara av jämförbart värde.³³ Vidare ska bestämmelsen ange tydligt hur det andra priset ska fastställas i sådana fall.

52. I detta sammanhang har EU-domstolen tidigare slagit fast att man kan använda abstrakta rättsbegrepp, så länge den tolkning som görs av begreppet kan utläsas av den nationella lagstiftningen på ett tillräckligt klart, precist och förutsägbart sätt med anlitande av de tolkningsmetoder som är erkända i nationell rätt.³⁴

3. Konsekvenserna för den bestämmelse som är tillämplig i det nationella målet

53. I artikel 74.1 FITL, som är den bestämmelse som är tillämplig i det nationella målet, föreskrivs vid första anblick inte att kriteriet om det högsta pris som budgivaren betalat, som anges i artikel 74.1.1 i samma lag, i princip ges företräde. Bestämmelsen verkar inte heller uppställa några specifika villkor eller kräva att vissa situationer föreligger för att man ska kunna tillämpa en viss beräkningsmetod. Kravet på att välja det högsta pris som beräknas med hjälp av de olika metoderna innebär snarare att samtliga de tre beräkningsmetoderna ska tillämpas samtidigt vid varje obligatoriskt erbjudande. En sådan tolkning av bestämmelsen strider enligt vad som anförts ovan mot artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25.

54. Av beslutet om hänskjutande framgår emellertid att Administrativā apgabaltiesa (regional förvaltningsdomstol) i första instans har funnit att artikel 74.1 FITL kan och bör tolkas på så sätt att artikel 74.1.1 i princip ges företräde. Beräkningsmetoderna i artikel 74.1.2 och 74.1.3 tillämpas däremot enbart i undantagsfall, det vill säga när det föreligger extraordinära händelser. Förvaltningsdomstolen förefaller ha tolkat kravet i artikel 74.8 FITL, som reglerar tillsynsmyndigheternas befogenhet, på så sätt att priset för erbjudandet ska ändras vid extraordinära händelser och att man därvid ska tillämpa den beräkningsmetod som anges i artikel 74.1.3 FITL.

55. Administrativā apgabaltiesa (Regional förvaltningsdomstol) har för sin del funnit att det faktum att det berörda företags värdepapper inte är likvida kan anses utgöra en extraordinär händelse. Den lettiska regeringen har i detta sammanhang påstått att den lettiska lagstiftaren beaktade den ovanliga situation på den lettiska aktiemarknaden, som är synnerligen illikvid och kontinuerligt inaktiv, när denne införde artikel 74.1.2 och 74.1.3 FITL.

56. Det ankommer på den hänskjutande domstolen att bedöma huruvida artikel 74.1 FITL kan tolkas på så sätt. Det ska härvid erinras om att bedömningen av den hänskjutande domstolens fråga ska ske utifrån antagandet att lagstiftaren har avsett att följa direktivet, även om den aktuella bestämmelsen inte infördes enbart för att genomföra direktivet eller redan fanns då direktivet trädde i kraft.³⁵

57. Om den hänskjutande domstolen finner att artikel 74.1 FITL kan tolkas på det sätt som nämns ovan, ska det även prövas huruvida kraven i punkterna 51 och 52 är uppfyllda. Villkoren för att använda beräkningsmetoderna i artikel 74.1.2 och 74.1.3 FITL ska anges på ett tillräckligt klart, precist och förutsägbart sätt, det vill säga att det tydligt måste framgå vilka händelser som anses vara extraordinära.

³³ Se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 38), samt punkt 46 ovan.

³⁴ Se, i tillämpliga delar, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 46), och beslut av den 11 januari 2018, Amber Capital Italia m.fl. (C-654/16, C-657/16 och C-658/16, ej publicerat, EU:C:2018:7, punkt 36).

³⁵ Se, för ett liknande resonemang, dom av den 13 november 1990, Marleasing (C-106/89, EU:C:1990:395, punkterna 8 och 9), dom av den 16 december 1993, Wagner Miret (C-334/92, EU:C:1993:945, punkterna 20 och 21), och dom av den 17 september 1997, Dorsch Consult (C-54/96, EU:C:1997:413, punkt 43).

58. Därutöver ska det fastställas att medlemsstaterna även kan använda sitt utrymme för skönsmässig bedömning enligt direktiv 2004/25 för att kunna ta tillräcklig hänsyn till de särskilda egenskaper som kännetecknar de olika kapitalmarknaderna och de särskilda omständigheter som råder i medlemsstaterna.³⁶ En illikvid och inaktiv kapitalmarknad motsvarar visserligen inte vad unionslagstiftaren hade i åtanke när denne införde artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25.³⁷ Ett pris som beräknas under sådana förhållanden kan därför inte vara skäligt. Den hänskjutande domstolen måste emellertid göra en sådan prövning i varje enskilt fall.

59. Extraordinära händelser definieras inte heller tydligt med hjälp av hänvisningen till kapitalmarknadens "illikviditet" eller "brist på aktivitet". Ur ekonomisk synpunkt kan dessa begrepp inte skildra någon specifik situation. Den lettiska lagstiftningen måste därför, för att vara "tydligt utformad" i den mening som avses i den rättspraxis som anges i punkt 52 ovan, i alla fall specificera de handelsvolymen och den handelsfrekvens under vilka värdepapper kan anses vara illikvida. Det ankommer återigen på den hänskjutande domstolen att pröva om så är fallet.

60. Frågan uppkommer även huruvida den bestämmelse på grundval av vilken den beräkningsmetod som leder till det högsta pris alltid ska väljas vid extraordinära händelser är utformad på ett tillräckligt klart, precist och förutsägbart sätt. Jag anser att så är fallet, eftersom det av jämförelsen mellan två olika värden tydligt framgår vilket värde som är det högsta. Härnäst ska prövas med frågorna 1 och 2 huruvida själva de olika beräkningsmetoderna är tydligt utformade i den mening som anges ovan, så att värdena lätt kan fastställas och jämföras.

4. Slutsats

61. Av vad som anförts ovan följer att artikel 5.4 i direktiv 2004/25 ska tolkas så, att medlemsstaterna i princip tvingas föreskriva att det lägsta priset för obligatoriska erbjudanden måste vara det pris som anges i artikel 5.4 första stycket. Denna princip gäller inte i de fall, såsom dem i artikel 5.4 andra stycket, där det pris som budgivaren betalat under en period, som den berörda medlemsstaten har fastställt, närmast före erbjudandet inte anses vara skäligt, vilket det ankommer på den hänskjutande domstolen att avgöra. Härav följer att artikel 5.4 första stycket i direktivet inte utgör hinder för en nationell bestämmelse enligt vilken ett annat pris än det som anges i direktivet ska beaktas om, för det första, de villkor som ligger till grund för att bedöma huruvida priset är skäligt och, för det andra, kriterierna för att fastställa det alternativa värdet kan utläsas på ett tillräckligt klart, precist och förutsägbart sätt med anlitande av de tolkningsmetoder som är erkända i nationell rätt.

Villkoret att det berörda företags värdepapper ska vara "illikvida" är inte tillräckligt klart, precis och förutsägbart för att det ska anses föreligga sådana extraordinära händelser som kan motivera att principen i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 frångås, om de handelsvolymen och den handelsfrekvens under vilka värdepapper bedöms vara illikvida inte tydligt framgår av lag.

B. Frågorna 1 och 2

62. Om den hänskjutande domstolen utför sin prövning och därvid finner att artikel 74.1 FITL kan tolkas så, att artikel 74.1.3 endast ska tillämpas i undantagsfall och att *tillämpningsvillkoren* anges på ett tydligt sätt, avser frågorna 1 och 2 enbart de krav som ställs enligt artikel 5.4 i direktiv 2004/25 på *kriterierna* för att beräkna ett annat pris än det som anges i artikel 5.4 första stycket i direktivet.³⁸

³⁶ Se punkt 48 ovan samt skälen i Winter-rapporten, s. 57.

³⁷ Se, i detta avseende, punkt 37 ovan.

³⁸ Se, i detta avseende, punkterna 50 och 51 ovan.

63. I artikel 74.1.3 FITL föreskrivs att priset för det obligatoriska erbjudandet ska beräknas genom att det berörda bolagets nettotillgångar divideras med antalet emitterade aktier. För att därefter beräkna det berörda bolagets nettotillgångar (eller nettoförmögenhet) ska, enligt denna bestämmelse, egna aktier och skulder dras av från summan av tillgångsposterna (tillgångarna). Ur ekonomisk synpunkt hänförs det berörda bolagets tillgångar således inte till dess skulder.³⁹ Om det berörda företaget är moderbolaget i en koncern beaktas uppgifterna i den senaste årliga koncernredovisningen vid beräkningen enligt artikel 74.2 FITL. Koncernen förtecknar samtliga de bokförda tillgångar och skulder, samt de värden som anges i balansräkningen för alla sina dotterbolag.⁴⁰

64. I förevarande fall äger det berörda företaget inte 100 procent av andelarna i något av sina dotterbolag. Det berörda företaget förfogar dock över flera majoritetsintressen, vilket innebär att en koncernredovisning ska upprättas i enlighet med IFRS. I enlighet med IFRS 10:22 redovisar det berörda företaget de andelar i dotterföretagen som minoritetsaktieägare äger (så kallat innehav utan bestämmande inflytande) inte som skuld på passivsidan i den årliga koncernredovisningen, utan i en särskild position i det egna kapitalet. Finanskommissionen delar därför den uppfattningen att andelarna tillhör det berörda företags nettotillgångar. När nettotillgångar beräknas kan, utöver egna aktier, endast skulder dras av, och inte det egna kapitalet, såsom framgår av artikel 74.1.3 FITL.

65. Mot denna bakgrund vill den hänskjutande domstolen med fråga 1 få klarhet i huruvida artikel 5.4 i direktiv 2004/25 utgör hinder för en bestämmelse enligt vilken det berörda företags nettotillgångar fullt ut läggs till de tillgångar som hänförs till dess dotterbolags minoritetsaktieägare för att fastställa det skäliga priset för erbjudandet, även i de fall där det berörda företaget inte innehar 100 procent av dotterbolaget. För det fall att detta inte anses vara tillåtet, vill den hänskjutande domstolen med fråga 2 få klarhet i huruvida det kan göras en teleologisk tolkning av artikel 74.1.3 FITL från ett unionsrättsligt perspektiv. Om det är nödvändigt att göra en sådan tolkning, finner den hänskjutande domstolen att bestämmelsen inte längre kan anses vara utformad på ett tillräckligt klart, precist och förutsägbart sätt i den mening som avses i den rättspraxis som anges i punkt 52 i detta förslag till avgörande.

66. Vid denna prövning måste ytterligare två aspekter beaktas. För det första måste medlemsstaterna, när de undantagsvis föreskriver att ett annat pris än priset i artikel 5.4 första stycket ska ligga till grund för ett obligatoriskt erbjudande, se till att priset är skäligt (se punkt 1). För det andra måste de kriterier som ligger till grund för prisets beräkning vara tydligt fastställda, det vill säga att de kan utläsas av den nationella lagstiftningen på ett tillräckligt klart, precist och förutsägbart sätt med anlitande av de tolkningsmetoder som är erkända i nationell rätt (se punkt 2).

1. Huruvida priset är skäligt

67. I artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 anges exempel på kriterier som kan användas som stöd för att ge tillsynsmyndigheter tillstånd att fastställa ett annat pris än det pris som anges i artikel 5.4 andra stycket i direktivet. Som exempel anges bland annat det berörda bolagets likvidationsvärde eller andra objektiva värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys. Av vad som anförts ovan⁴¹ följer att dessa exempel ska användas som vägledning för de lagbestämmelser som föreskriver fastställandet av ett annat skäligt pris. Exempelen gör det tydligt att, i de fall där man inte kan stödja sig på aktiekurser, det berörda företags värde som fastställts på annat sätt ska ligga till grund för beräkningen av ett annat aktiepris.

³⁹ Egna aktier hänförs inte till någon annan innehavare i balansräkningen. Om bolaget avvecklas förlorar aktierna däremot sitt värde. Därför läggs aktierna inte till nettotillgångarna.

⁴⁰ Se artikel 14.1 i den lettiska lagen om årliga koncernredovisningar.

⁴¹ Se punkterna 48–50 ovan.

68. Ett företags värde kan fastställas på grundval av ett antal olika kriterier och förfaranden. Av ordalydelsen i artikel 5.4 andra stycket i direktivet framgår att unionslagstiftaren härvidlag har avsett att ge medlemsstaterna ett större utrymme för skönsmässig bedömning vid valet av ett lämpligt förfarande⁴² för det fall att de väljer ett eller flera kriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys.

69. Det utrymme för skönsmässig bedömning som ges medlemsstaterna för att bestämma kriterierna begränsas dock av andemeningen i och syftet med bestämmelsen, som är att fastställa ett skäligt aktiepris för det erbjudande som ska läggas fram för det berörda företags minoritetsaktieägare vid ett uppköp.

70. Det ska härvid erinras om att kravet på att priset ska vara skäligt enligt artikel 5.4 i direktivet inte nödvändigtvis innebär att aktiepriset ska vara det högsta.⁴³ Tvärtom ska ett skäligt aktiepris, i den mening som avses i artikel 5.4 i direktiv 2004/25, avspeglade det faktiska värdet på en andel i det berörda företaget. Uppköp måste dels underlätta förverkligandet av etableringsfriheten, dels inte missgynna minoritetsaktieägare eller rentav åsidosätta deras äganderätt. Denna punkt förtydligas av lagstiftarens grundläggande beslut att i princip anse att det högsta pris som budgivaren betalat utgör ett skäligt pris. Ett företag under- eller övervärderas nämligen inte på en välfungerande kapitalmarknad, som generellt används som ledstjärna.⁴⁴

71. Härav följer att medlemsstaterna, för att i undantagsfall fastställa ett annat pris än det som anges i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25, kan föreskriva värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys och som är relevanta för att avspeglade det faktiska andelsinnehavet i det berörda företaget.

72. Mot denna bakgrund ankommer det på den hänskjutande domstolen att pröva huruvida värderingen av ett företag som sker på grundval av företagets nettotillgångar och av de uppgifter som framgår av en årlig koncernredovisning i enlighet med principerna i International Financial Reporting Standard 10 (IFRS 10) utgör en metod som godkänts av finansanalytiker. Vidare ska den hänskjutande domstolen pröva huruvida de beräkningsregler som härvid föreskrivs i nationell lagstiftning lämpar sig för att avspeglade det faktiska andelsinnehavet i det berörda företaget.

73. Vad gäller den första punkten har finanskommissionen i förfarandet vid domstolen hänvisat till att en värderingsmetod som använder balansräkningar som grund, beroende på typ av företag, i alltför liten grad kan återge det faktiska värdet på ett företag.⁴⁵

74. Såsom den lettiska regeringen med rätta har påpekat, kan en bestämmelse enligt vilken priset för erbjudandet ska beräknas genom att det berörda företags nettotillgångar divideras med antalet emitterade aktier i sak jämföras med en bestämmelse som bygger på det berörda företags likvidationsvärde. Det kriteriet anges uttryckligen i direktivet. Därför anser jag att detta kriterium, med stöd av det större utrymme för skönsmässig bedömning som direktivet ger medlemsstaterna, i princip inte kan ifrågasättas.

⁴² Se, även, förslag till avgörande av generaladvokaten Wahl i målet Marco Tronchetti Provera m.fl. (C-206/16, EU:C:2017:212, punkt 38).

⁴³ Se, i detta avseende, punkterna 42–44 ovan.

⁴⁴ Se punkt 37 ovan.

⁴⁵ Detta kan vara bland annat fallet när företagets värde huvudsakligen utgörs av immateriella rättigheter, exempelvis internetbaserade företag som använder digitala affärsmodeller, såsom Facebook eller Google.

75. Vidare delar jag den uppfattningen att det knappast råder tvivel om att värdena i årliga koncernredovisningar som upprättas i enlighet med IFRS 10 är värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys. Dessa internationella redovisningsstandarder återges nämligen i unionsrätten i förordning nr 1254/2012 och ska enligt skäl 9 i förordning nr 1606/2002⁴⁶ leda till en sann och rättvisande bild av ett företags finansiella ställning och resultat.

76. Vad gäller den andra punkten, består det originella draget i det nationella målet emellertid i att den senaste koncernredovisning som upprättats i enlighet med principerna i IFRS 10 ska användas för att fastställa värdeöverföringen på koncernens moderbolag. Moder- och dotterbolagens tillgångar ska dock samlas på aktivsidan i den årliga koncernredovisningen, oberoende av moderbolagets procentuella andelsinnehav i dotterbolagen. Tredje mans innehav utan bestämmande inflytande i moderbolagets dotterbolag redovisas på passivsidan i en särskild position i det egna kapitalet.⁴⁷

77. Skälet därtill är att IFRS 10 först och främst syftar till att ge borgenärerna en så korrekt bild som möjligt av en *koncerns* tillgångar. För detta ändamål redovisas moderföretagets och dess dotterföretags tillgångar, skulder, eget kapital, intäkter, kostnader och kassaflöden enligt bilaga A i IFRS 10 *som en enda ekonomisk enhet*.⁴⁸ Det särskilda ändamålet med IFRS 10 motiverar att moderbolaget och dess dotterbolag redovisas som en enda ekonomisk enhet. Innehavet utan bestämmande inflytande redovisas separat som "eget kapital" för att upplysa borgenärer om att moderbolaget inte äger det berörda dotterbolaget till 100 procent och därmed inte kan likställas med "vanligt" eget kapital.

78. Av det ovan anförda följer att den hänskjutande domstolen ska pröva huruvida den omständigheten att sammanslagningen av moder- och dotterbolagens tillgångar inte kan ändras genom att ett procentuellt andelsinnehav utan bestämmande inflytande dras av lämpar sig för att fastställa värdet på innehavet i moderbolaget. Den hänskjutande domstolen ska härvid ta särskild hänsyn till att tredje mans innehav utan bestämmande inflytande definieras enligt bilaga A till IFRS 10⁴⁹ som ett dotterbolags eget kapital, som inte kan hänföras vare sig direkt eller indirekt till moderbolaget och därför ska förtecknas separat i koncernredovisningen. Det kan ses som ett argument för att tredje mans innehav ska behandlas som främmande kapital vid beräkningen av ett moderbolags värdeöverföring.

79. Av vad som anförts ovan följer att alla de objektiva värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys för att fastställa det faktiska värdet på innehavet i det berörda bolaget vid ett uppköp kan beaktas som kriterium för att enligt lag beräkna ett annat pris än det som anges i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25. Det ankommer på den hänskjutande domstolen att bedöma huruvida det pris som fastställts med tillämpning av den nationella bestämmelsen avspeglar detta värde.

2. Precisering av beräkningskriterierna

80. De beräkningsmetoder som enligt den hänskjutande domstolen avspeglar det faktiska värdet på en andel i det berörda företaget ska kunna utläsas av den nationella lagstiftningen på ett tillräckligt klart, precist och förutsägbart sätt med anlitande av de tolkningsmetoder som är erkända i nationell rätt.⁵⁰

⁴⁶ Europaparlamentets och rådets förordning (EG) av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder (EGT L 243, 2002, s. 1), i dess lydelse enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 297/2008 av den 11 mars 2008 (EUT L 97, 2008, s. 62).

⁴⁷ Se IFRS 10:22.

⁴⁸ Detta är dock inte obligatoriskt, utan motiveras av att IFRS 10 bygger på den så kallade enhetsteorin (*entity theory*), som tillämpas på redovisningen av sammanslagningar och förvärv. Vid tillämpning av den intressebaserade teorin (*parent company concept*), som är motsatsen till enhetsteorin, ska bolagsmän som inte har något bestämmande inflytande redovisas som långivare i främmande kapital i balansräkningen. Se, även, Pellens/Amshoff/Sellhorn, *Einheitstheorie in der M&A-Bilanzierung*, Betriebsberater (BB) 2008, s. 602 och följande sidor.

⁴⁹ Se punkt 11 ovan.

⁵⁰ Se punkt 52 ovan.

81. Den hänskjutande domstolen förefaller härvid utgå ifrån att det av kravet att använda uppgifterna i den årliga koncernredovisningen nödvändigtvis följer att endast de poster som redovisas som "skulder" i den årliga koncernredovisningen kan dras av vid en beräkning enligt artikel 74.1.3 FITL. Om det faktiska värdet på en andel i det berörda företaget inte kan fastställas på detta sätt, finner den hänskjutande domstolen att den ska göra en teleologisk tolkning av artikel 74.1.3 FITL. Därför hyser den hänskjutande domstolen tvivel om huruvida den beräkningsmetod som föreskrivs i denna bestämmelse är tillräckligt tydlig.

82. Det ska härvid erinras om att principen om konform tolkning innebär att den hänskjutande domstolen vid tillämpningen och tolkningen av nationell rätt är skyldig att beakta samtliga nationella bestämmelser och tillämpa de tolkningsmetoder som medges enligt nationell rätt för att, i den utsträckning det är möjligt, tolka nationell rätt mot bakgrund av det aktuella direktivets lydelse och syfte så att det resultat som fastställs i direktivet uppnås och, därmed, agera i överensstämmelse med artikel 288 tredje stycket FEUF.⁵¹

83. Härav följer att det huvudsakligen ankommer på den hänskjutande domstolen att pröva huruvida artikel 74.1.3 FITL ska tolkas så, att ett belopp som motsvarar andelen av de värden som anges i dotterbolagens balansräkning och som inte hänför sig till det berörda företaget (det vill säga innehavet utan bestämmande inflytande) ska dras av från summan av de tillgångsposter som anges i denna bestämmelse för att fastställa det berörda företagets nettotillgångar. Den nationella lagstiftningen förefaller således vid första anblick inte uttryckligen hänvisa till skulder i den mening som avses i IFRS 10.

84. För det fall att den hänskjutande domstolen gör en klassisk tolkning och inte kommer fram till denna slutsats, måste den även göra en teleologisk tolkning, förutsatt att rättsinstitutet finns i lettisk rätt. I förekommande fall ska den hänskjutande domstolen, för att garantera en konform tolkning av den aktuella nationella bestämmelsen, till och med (delvis) låta bli att tillämpa den.⁵²

85. Jag anser att beräkningsmetoden inte kan anses vara tillräckligt klar, precis och förutsägbar i den mening som avses i den rättspraxis som anges i punkt 52 ovan om det ska göras en teleologisk tolkning av bestämmelsen eller och bestämmelsen (delvis) inte ska tillämpas. Kravet syftar nämligen till att ge budgivaren en viss grad av rättssäkerhet vad gäller det pris som denne ska betala.

86. Sammanfattningsvis kan det fastställas att ett kriterium för att enligt lag beräkna ett annat skäligt pris än priset i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 inte kan anses vara tillräckligt klart, precist och förutsägbart om kriteriet enbart kan tillämpas efter en teleologisk tolkning av en bestämmelse eller om man ska låta bli att tillämpa bestämmelsen på grund av att den strider mot unionsrätten.

C. Fråga 6

87. Den hänskjutande domstolen vill med fråga 6 få klarhet i huruvida direktiv 2004/25, och i synnerhet artikel 5.4, syftar till att ge budgivaren rättigheter vid ett uppköp.

⁵¹ Dom av den 5 oktober 2004, Pfeiffer m.fl. (C-397/01-C-403/01, EU:C:2004:584, punkterna 113 och 114), dom av den 19 januari 2010, Küçükdeveci (C-555/07, EU:C:2010:21, punkt 48), och dom av den 19 april 2016, DI (C-441/14, EU:C:2016:278, punkt 31).

⁵² Se, om detta krav, enbart dom av den 19 april 2016, DI (C-441/14, EU:C:2016:278, punkt 37).

88. Bakgrunden till denna fråga är att en medlemsstat enligt fast rättspraxis ska ansvara för de skador som enskilda har lidit till följd av att medlemsstaten har åsidosatt unionsrätten, när följande tre förutsättningar är uppfyllda. Syftet med den unionsbestämmelse som har åsidosatts ska vara att ge enskilda rättigheter, överträdelsen av denna bestämmelse ska vara tillräckligt klar och det ska finnas ett direkt orsakssamband mellan överträdelsen och den skada som de enskilda har lidit.⁵³

89. Det aktuella målet är unikt, såtillvida att medlemsstaterna enligt artikel 4.6 i direktiv 2004/25 ges befogenheter att reglera huruvida och under vilka förutsättningar budintressenter får inleda administrativa eller rättsliga förfaranden. Medlemsstaterna kan i synnerhet vägra att ett rättsligt förfarande inleds och välja huruvida ett rättsligt förfarande kan påverka resultatet av ett erbjudande. Därutöver påverkar direktivet inte medlemsstaternas befogenheter att fastställa de rättsliga reglerna om tillsynsmyndigheternas ansvar.

90. Grundtanken att utdragna tvister om, bland annat, huruvida priset är skäligt inte ska hindra uppköp kan motivera en sådan inskränkning av budintressenternas rättigheter.⁵⁴ Direktivet syftar emellertid inte till att negativt påverka en skadelidande parts möjligheter att vidta rättsliga åtgärder, åtminstone för att få skadestånd.⁵⁵

91. Mot denna bakgrund anser jag att det enligt artikel 4.6 i direktiv 2004/25 inte är uteslutet att medlemsstaterna kan låta bli att tillämpa rättigheter som ges enskilda enligt direktivet när de fastställer hur budintressenter får utöva sina rättigheter och att de i förekommande fall inskränker uppköp i olika skeden i förfarandet.

92. För att avgöra huruvida en bestämmelse syftar till att ge enskilda rättigheter, ska man alltid göra en bedömning av den konkreta bestämmelsen. Domstolen har härvid slagit fast att frågan inte kan besvaras generellt genom att hänvisa till syftet med det direktiv som innehåller bestämmelsen.⁵⁶ Dessutom är den omständigheten att en bestämmelse är avsedd att säkerställa att andra syften uppnås inte av sådan beskaffenhet att den utesluter att den även syftar till att skydda enskilda.⁵⁷

93. I det nationella målet innebär det att det uppgivna syftet med direktiv 2004/25 att skydda minoritetsaktieägare i det berörda företaget⁵⁸ inte hindrar att artikel 5.4 i direktivet även kan syfta till att skydda budgivaren. Det har tidigare fastställts att principen om det högsta priset enligt artikel 5.4 första stycket i direktivet avser att skapa ökad rättssäkerhet för budgivaren.⁵⁹ Därutöver syftar kriteriet om att priset för erbjudandet ska vara skäligt till att säkerställa att minoritetsaktieägaren får ersättning för det faktiska värdet av sitt aktieinnehav i det berörda företaget.⁶⁰ Att det enligt artikel 5.4 andra stycket i direktivet är tillåtet att ändra det högsta pris som budgivaren betalat *nedåt* visar dock att budgivaren samtidigt ska skyddas från att behöva betala mer än ett skäligt pris.

94. Jag anser att det emellertid är viktigt att påpeka att budgivarens rättsliga situation och, i synnerhet, hans eller hennes äganderätt direkt begränsas av artikel 5.4 i direktiv 2004/25, eftersom budgivaren ska betala det skäliga priset för erbjudandet. I detta avseende har EU-domstolen, för att besvara frågan om huruvida en bestämmelse syftar till att skydda enskilda, tagit hänsyn till huruvida tillämpningen av bestämmelsen direkt begränsar enskildas rättsliga situation.⁶¹

53 Dom av den 5 mars 1996, *Brasserie du pêcheur und Factortame* (C-46/93 och C-48/93, EU:C:1996:79, punkt 51), dom av den 30 september 2003, *Köbler* (C-224/01, EU:C:2003:513, punkt 51), och dom av den 28 juli 2016, *Tomášová* (C-168/15, EU:C:2016:602, punkt 22).

54 Se Winter-rapporten, s. 57.

55 Se direktivförslaget, s. 4 (kommentarer till artikel 4). Direktivförslaget återges utan ändringar i artikel 4.6.

56 Se, för ett liknande resonemang, dom av den 12 oktober 2004, *Paul m.fl.* (C-222/02, EU:C:2004:606, punkt 40).

57 Dom av den 8 oktober 1996, *Dillenkofer m.fl.* (C-178/94, C-179/94 och C-188/94-C-190/94, EU:C:1996:375, punkt 39).

58 Se, bland annat, skäl 2 och artikel 3.1 a i direktiv 2004/25, samt dom av den 20 juli 2017, *Marco Tronchetti Provera m.fl.* (C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 24).

59 Se punkterna 38 och 43 ovan.

60 Se punkterna 37 och 70 ovan.

61 Dom av den 4 oktober 2018, *Kantarev* (C-571/16, EU:C:2018:807, punkt 103).

95. Den lettiska regeringen har emellertid i förfarandet vid EU-domstolen invänt att något specifikt pris för erbjudandet inte kan utläsas av artikel 5.4 i direktiv 2004/25. Istället ges enbart medlemsstaterna ett utrymme för skönsmässig bedömning för att bedöma vad som utgör ett ”skäligt” pris. Därför blandar den lettiska regeringen ihop frågan om huruvida en bestämmelse skyddar enskilda med frågan om huruvida bestämmelsen har direkt effekt. Enbart i det sistnämnda fallet uppställs nämligen krav på att den aktuella bestämmelsen ska vara ovillkorlig och tillräckligt precis.⁶² Vad gäller medlemsstaternas skadeståndsansvar spelar den överträdde bestämmelsens grad av klarhet och precision samt omfattningen av det utrymme för skönsmässig bedömning som i den överträdde bestämmelsen lämnas åt nationella myndigheter en viss roll för att avgöra om det föreligger en tillräckligt allvarlig överträdelse.⁶³ Fråga 6 handlar inte om huruvida villkoret är uppfyllt, vilket det enbart ankommer på den hänskjutande domstolen att pröva.

96. Det krävs förvisso inte att en bestämmelse har direkt effekt för att den ska antas syfta till att skydda enskilda.⁶⁴ Det är snarare tvärtom så, att enskilda får göra gällande ett skadeståndsanspråk mot staten när de inte direkt kan åberopa unionsrätten.⁶⁵

97. På samma sätt som det i artikel 5.4 i praktiken garanteras att budgivare skyddas vid erbjudandeförfaranden, reglerar medlemsstaterna, vid utövande av sina befogenheter enligt artikel 4.6 i direktiv 2004/25, huruvida och under vilka förutsättningar budintressenter får inleda administrativa eller rättsliga förfaranden. Vad gäller det nationella målet räcker det med att konstatera att det i lettisk rätt tydligt föreskrivs att budgivare kan överklaga tillsynsmyndighetens beslut.

98. Fråga 6 ska därför besvaras på så sätt, att artikel 5.4 i direktiv 2004/25 ska tolkas så, att den syftar till att skydda budgivaren i ett erbjudandeförfarande från att betala ett högre pris än det skäliga priset för det obligatoriska erbjudandet.

D. Fråga 5

99. Slutligen vill Augstākā tiesa (Senāts) (Högsta domstolen) få klarhet i huruvida unionsrätten utgör hinder för en nationell bestämmelse enligt vilken skadestånd på grund av åsidosättande av unionsrätten schablonmässigt kan sättas ned när skadeståndet överstiger ett visst belopp.

100. Enligt fast rättspraxis ankommer det på varje medlemsstat att, i avsaknad av unionsbestämmelser, ersätta följderna av den skada som orsakats av att unionsrätten har åsidosatts inom ramen för den nationella skadeståndsrätten. Härvidlag måste medlemsstaten, för det första, se till att de villkor som fastställs i nationell skadeståndslagstiftning inte är mindre förmånliga än de som avser liknande ersättningsanspråk som grundar sig på nationella förhållanden (likvärdighetsprincipen). För det andra får villkoren inte vara utformade på ett sådant sätt att det i praktiken blir omöjligt eller orimligt svårt att få skadestånd (effektivitetsprincipen).⁶⁶ Detta gäller i princip även för att fastställa skadeståndets storlek.⁶⁷

62 Dom av den 19 november 1991, Francovich m.fl. (C-6/90 och C-9/90, EU:C:1991:428, punkterna 11 och 12).

63 Dom av den 5 mars 1996, Brasserie du pêcheur och Factortame (C-46/93 och C-48/93, EU:C:1996:79, punkt 56), dom av den 28 juli 2016, Tomášová (C-168/15, EU:C:2016:602, punkt 25), och dom av den 29 juli 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe (C-620/17, EU:C:2019:630, punkt 42).

64 Dom av den 4 oktober 2018, Kantarev (C-571/16, EU:C:2018:807, punkt 97).

65 Dom av den 5 mars 1996, Brasserie du pêcheur och Factortame (C-46/93 och C-48/93, EU:C:1996:79, punkt 21).

66 Dom av den 30 september 2003, Köbler (C-224/01, EU:C:2003:513, punkterna 46 och 58), dom av den 26 januari 2010, Transportes Urbanos y Servicios Generales (C-118/08, EU:C:2010:39, punkt 31), och dom av den 4 oktober 2018, Kantarev (C-571/16, EU:C:2018:807, punkt 122).

67 Se dom av den 5 mars 1996, Brasserie du pêcheur och Factortame (C-46/93 och C-48/93, EU:C:1996:79, punkt 83), och dom av den 28 juli 2016, Tomášová (C-168/15, EU:C:2016:602, punkt 39).

101. Vad gäller likvärdighetsprincipen, framgår det av fråga 5 att skadestånd som begärs från staten enligt artikel 13.3.3 VPINZAL kan sättas ned vid åsidosättande av såväl nationell rätt som unionsrätten.

102. Det återstår därför att pröva huruvida den omständigheten att skadeståndet kan begränsas utgör ett orimligt hinder för effektiviteten i medlemsstaternas skadeståndsansvar enligt unionsrätten.

103. Det framgår av domstolens praxis att ersättning för skada som åsamkas enskilda genom överträdelser av unionsrätten måste vara tillräcklig för den skada som lidits, så att den säkerställer ett effektivt skydd av deras rättigheter.⁶⁸ Härav drar den lettiska regeringen slutsatsen att en skada inte behöver ersättas fullt ut, förutsatt att ersättningen anses vara rimlig.

104. I förevarande fall behöver inte fastställas huruvida EU-domstolen i tidigare domar har godtagit rimlig i stället för full ersättning.⁶⁹ För att avgöra det nationella målet räcker det med att fastställa att det i vart fall inte kan anses som rimligt att ersätta ekonomiska skador som lätt kan kvantifieras med ett lägre belopp än det fulla beloppet.⁷⁰ I detta avseende har domstolen likaså funnit att rimlig ersättning inte utgår när vissa typer av skador principiellt inte anses utgöra ersättningsgilla sådana.⁷¹

105. Det argument som den lettiska regeringen i detta sammanhang har framfört vid förhandlingen att den omständigheten att artikel 5.4 i direktiv 2004/25 formuleras i ganska allmänna ordalag och att medlemsstaterna ges ett större utrymme för skönsmässig bedömning beaktas genom nedsättningen av skadeståndet kan därför inte godtas. Det räcker således med att fastställa att dessa omständigheter i vart fall spelar en roll för att avgöra om det föreligger en tillräckligt allvarlig överträdelse.⁷²

106. Vidare har den lettiska regeringen hänvisat till att syftet med begränsningen av skadeståndets storlek är att förhindra att skadeståndsanspråk mot staten lägger orimliga bördor på de offentliga finanserna. Budgetivaren kan dessutom återkräva det överskjutande beloppet från minoritetsaktieägarna i enlighet med bestämmelserna om obehörig vinst.

107. Som svar på dessa invändningar ska det först konstateras att EU-domstolen har funnit att medlemsstaternas skyldighet att åstadkomma en situation som är förenlig med unionsrätten kan begränsas i vart fall när det föreligger extraordinära omständigheter och att det endast ankommer på EU-domstolen att avgöra denna fråga.⁷³ I artikel 13 VPINZAL föreskrivs däremot att skadestånd i princip får sättas ned. I det nationella målet förefaller nedsättningen inte kunna grundas på risken för att stabiliteten hos offentliga finanser rubbas.⁷⁴ Härav följer att rent budgetpolitiska hänsyn inte kan motivera någon begränsning av budgetivarens skadestånd.

68 Dom av den 5 mars 1996, Brasserie du pêcheur och Factortame (C-46/93 och C-48/93, EU:C:1996:79, punkt 82), dom av den 25 november 2010, Fuß (C-429/09, EU:C:2010:717, punkt 92), och dom av den 29 juli 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe (C-620/17, EU:C:2019:630, punkt 46).

69 Se, om denna punkt, förslag till avgörande av generaladvokaten Hogan i de förenade målen Sole-Mizo och Dalmandi Mezőgazdasági (C-13/18 och C-126/18, EU:C:2019:708, punkt 43 och följande punkter).

70 Dom av den 2 augusti 1993, Marshall (C-271/91, EU:C:1993:335, punkt 30). Se, för ett liknande resonemang, även dom av den 17 december 2015, Arjona Camacho (C-407/14, EU:C:2015:831, punkt 33).

71 Dom av den 5 mars 1996, Brasserie du pêcheur och Factortame (C-46/93 och C-48/93, EU:C:1996:79, punkt 87), och dom av den 29 juli 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe (C-620/17, EU:C:2019:630, punkt 47), och dom av den 23 april 2020, Sole-Mizo och Dalmandi Mezőgazdasági (C-13/18 och C-126/18, EU:C:2020:292, punkt 49).

72 Se, i detta avseende, punkt 95 ovan.

73 Se, för ett liknande resonemang, dom av den 15 mars 2005, Bidar (C-209/03, EU:C:2005:169, punkterna 67–69), dom av den 29 juli 2010, Brouwer (C-577/08, EU:C:2010:449, punkt 33 och följande punkter), och dom av den 29 september 2015, Gmina Wrocław (C-276/14, EU:C:2015:635, punkt 45).

74 Se, i detta avseende, förslag till avgörande av generaladvokaten Hogan i de förenade målen Sole-Mizo och Dalmandi Mezőgazdasági (C-13/18 och C-126/18, EU:C:2019:708, punkt 41).

108. Budgivaren kan inte heller påtalas att väcka talan grundad på obehörig vinst mot minoritetsaktieägarna. Som vi har sett, kan medlemsstaterna dock enligt artikel 4.6 i direktiv 2004/25 fastställa rättsliga regler om tillsynsmyndigheternas ansvar eller om tvister mellan budintressenter. Själva bestämmelserna måste i vart fall iakttas effektivitetsprincipen. Den nationella lagstiftningen måste därför innehålla en lämplig mekanism på grundval av vilken det överskjutande beloppet kan återkrävas från minoritetsaktieägarna. Det kan dock rimligtvis inte förväntas att budgivaren inleder tvister mot var och en av minoritetsaktieägarna. Budgivaren bär till och med hela risken för förlust och för att motparten kan försättas i konkurs. I förekommande fall kan det vara omöjligt, eller åtminstone orimligt svårt, att kräva ersättning. Enligt unionsrätten krävs i detta sammanhang inte heller att personer som lidit skada systematiskt ska gå igenom samtliga rättsmedel som står till deras förfogande, när detta leder till orimliga svårigheter eller rimligen inte kan krävas av dem.⁷⁵ Detta hindrar naturligtvis inte att budgivaren förvägras rätt till skadestånd när han eller hon redan har fått ersättning för de överskjutande beloppen från annat håll.⁷⁶

109. Mot denna bakgrund ska fråga 5 från den hänskjutande domstolen besvaras så, att unionsrätten utgör hinder för tillämpningen av en nationell lagstiftning enligt vilken en lätt kvantifierbar ekonomisk skada som en enskild har lidit och som är en direkt följd av att den berörda medlemsstaten allvarligt har överträtt en unionsbestämmelse som skyddar den enskilda kan vara föremål för en schablonmässig nedsättning på 50 procent om skadeståndet överstiger ett visst belopp.

V. Förslag till avgörande

110. Mot bakgrund av vad som har anförts ovan föreslår jag att EU-domstolen besvarar de tolkningsfrågor som ställts av Augstākā tiesa (Senāts) (Högsta domstolen) på följande sätt:

1. Artikel 5.4 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25 av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden ska tolkas så, att medlemsstaterna i princip ska föreskriva att det lägsta priset för obligatoriska erbjudanden ska vara det pris som anges i artikel 5.4 första stycket. Principen gäller inte i de fall, såsom dem i artikel 5.4 andra stycket, där det pris som budgivaren betalat under en period, som den berörda medlemsstaten har fastställt, närmast före erbjudandet inte anses vara skäligt, vilket det ankommer på den hänskjutande domstolen att avgöra. Härav följer att artikel 5.4 första stycket i direktivet inte utgör hinder för en nationell bestämmelse enligt vilken ett annat pris ska beaktas än det pris som anges i artikel 5.4 första stycket om, för det första, villkoren för att bedöma huruvida priset är oskäligt och, för det andra, kriterierna för att fastställa det alternativa värdet kan utläsas på ett tillräckligt klart, precist och förutsägbart sätt med anlitande av de tolkningsmetoder som är erkända i nationell rätt.
 - a) Villkoret att det berörda företags värdepapper ska vara "illikvida" är inte tillräckligt klart, precist och förutsägbart för att det ska anses föreligga sådana extraordinära händelser som kan användas som stöd för att frångå principen i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25, om de handelsvolymen och den handelsfrekvens som ligger till grund för att bedöma huruvida värdepapper är illikvida inte tydligt framgår av lag.
 - b) Alla de objektiva värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys för att fastställa det faktiska värdet på innehavet i det berörda bolaget vid ett uppköp kan beaktas som kriterium för att enligt lag beräkna ett annat pris än det som anges i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25. Det ankommer på den nationella domstolen att bedöma huruvida det pris som fastställts med tillämpning av den nationella bestämmelsen avspeglar detta värde.

⁷⁵ Dom av den 24 mars 2009, *Danske Slagterier* (C-445/06, EU:C:2009:178, punkt 62), dom av den 25 november 2010, *Fuß* (C-429/09, EU:C:2010:717, punkt 77), och dom av den 4 oktober 2018, *Kantarev* (C-571/16, EU:C:2018:807, punkt 142).

⁷⁶ Se, för ett liknande resonemang, dom av den 13 juli 2006, *Manfredi m.fl.* (C-295/04–C-298/04, EU:C:2006:461, punkt 94).

- c) Ett värderingskriterium kan emellertid inte anses vara tillräckligt klart, precist och förutsägbart om dess tillämpning förutsätter att man gör en teleologisk tolkning av en bestämmelse eller att man låter bli att tillämpa bestämmelsen på grund av att den strider mot unionsrätten.
- 2. Artikel 5.4 i direktiv 2004/25 ska tolkas så, att den syftar till att skydda budintressenten i ett erbjudandeförfarande från att betala ett högre pris än det skäligen priset i samband med ett obligatoriskt erbjudande.
- 3. Unionsrätten utgör hinder för tillämpningen av en nationell lagstiftning enligt vilken en lätt kvantifierbar ekonomisk skada som en enskild har lidit och som är en direkt följd av att den berörda medlemsstaten allvarligt har överträtt en unionsbestämmelse som skyddar den enskilda kan vara föremål för en schablonmässig nedsättning på 50 procent om skadeståndet överstiger ett visst belopp.