



Rättsfallssamlingen

DOMSTOLENS DOM (fjärde avdelningen)

den 10 december 2020*

”Begäran om förhandsavgörande – Bolagsrätt – Direktiv 2004/25/EG – Uppköpserbjudande – Artikel 5.4 första och andra styckena – Skydd för minoritetsaktieägare – Budplikt – Metod för att beräkna aktievärdet för att fastställa skäligt pris – Behörighet att ändra det skäliga priset – Undantag från gängse beräkningsmetod under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier – Den berörda medlemsstatens ansvar – Skada som budgivaren lidit till följd av ett alltför högt pris”

I mål C-735/19,

angående en begäran om förhandsavgörande enligt artikel 267 FEUF, framställd av Augstākā tiesa Senāts (Högsta domstolen, Lettland) genom beslut av den 30 september 2019, som inkom till domstolen den 7 oktober 2019, i målet

Euromin Holdings (Cyprus) Limited,

ytterligare deltagare i rättegången:

Finanšu un kapitāla tirgus komisija,

meddelar

DOMSTOLEN (fjärde avdelningen)

sammansatt av avdelningsordföranden M. Vilaras (referent) samt domarna N. Piçarra, D. Šváby, S. Rodin och K. Jürimäe,

generaladvokat: J. Kokott,

justitiesekreterare: enhetschefen M. Aleksejev,

efter det skriftliga förfarandet och förhandlingen den 9 juli 2020,

med beaktande av de yttranden som avgetts av:

- Euromin Holdings (Cyprus) Limited, genom K. Bērziņa, advokāta palīgs, och I. Kramiņa, advokāte,
- Lettlands regering, genom V. Soņeca, V. Kalniņa och K. Pommere, samtliga i egenskap av ombud,
- Tysklands regering, genom J. Möller och D. Klebs, båda i egenskap av ombud,
- Polens regering, genom B. Majczyna, i egenskap av ombud,

* Rättegångsspråk: lettiska.

– Europeiska kommissionen, genom H. Støvlbæk, V. Di Bucci och I. Naglis, samtliga i egenskap av ombud,

och efter att den 10 september 2020 ha hört generaladvokatens förslag till avgörande,

följande

Dom

- 1 Begäran om förhandsavgörande avser tolkningen av dels artikel 5.4 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden (EUT L 142, 2004, s. 12), dels effektivitetsprincipen.
- 2 Begäran har framställts i ett mål mellan Euromin Holdings (Cyprus) Limited och Finanšu un kapitāla tirgus komisija (finans- och kapitalmarknadskommissionen, Lettland) (nedan kallad finanskommissionen), där bolaget har yrkat dels fastställelse av att finanskommissionens beslut av den 15 oktober 2015, där den godkände inlösen av aktierna i Ventspils nafta AS, som var föremål för ett uppköpserbudande till ett pris på 4,56 euro per aktie (nedan kallat den omtvistade beslutet) var rättsstridigt, dels ersättning för den skada som detta beslut orsakat.

Tillämpliga bestämmelser

Unionsrätt

Direktiv 2004/25

- 3 Skäl 9 i direktiv 2004/25 har följande lydelse:

”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. Medlemsstaterna bör få skapa nya instrument för att skydda värdepappersinnehavarnas intressen, t.ex. en skyldighet att lämna ett partiellt erbjudande om budgivaren inte förvärvar kontroll över bolaget eller en skyldighet att lämna ett erbjudande samtidigt med att kontrollen över bolaget förvärvas.”

- 4 I artikel 3 i samma direktiv föreskrivs 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.

...

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.”

5 I artikel 4.6 i nämnda direktiv föreskrivs följande:

”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.”

6 Artikel 5 i samma direktiv har följande lydelse:

”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.

...”

Förordning (EU) nr 1254/2012

7 Genom artikel 1.1 a i kommissionens förordning (EU) nr 1254/2012 av den 11 december 2012 om ändring av förordning (EG) nr 1126/2008 om antagande av vissa internationella redovisningsstandarder i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 vad gäller de internationella redovisningsstandarderna IFRS 10, IFRS 11 och IFRS 12 och internationella redovisningsstandarder IAS 27 (2011) och IAS 28 (2011) (EUT L 360, 2012, s. 1)

infördes den internationella normen för finansiell information IFRS 10, med titeln "Koncernredovisningar" (nedan kallad IFRS 10), i enlighet med kommissionens förordning (EG) nr 1126/2008 av den 3 november 2008 (EUT L 320, 2008, s. 1).

8 I punkt 22 i den del av bilagan till förordning nr 1254/2012 som avser IFRS 10 föreskrivs följande:

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

9 Enligt bilaga A till den del av bilagan till förordning nr 1254/2012 som avser IFRS 10 definieras begreppet "innehav utan bestämmande inflytande" som "[a]ktier i ett dotterföretag som inte, direkt eller indirekt, kan hänföras till ett moderbolag".

Lettisk rätt

10 I artikel 5 i Finanšu instrumentu tirgus likums (lagen om marknader för finansiella instrument) (*Latvijas Vēstnesis* 2003, nr 175), i den lydelse som är tillämplig i det nationella målet (nedan kallad FITL) föreskrivs följande:

"[Finanskommissionen], dess tjänstemän och ombud är inte ansvariga för skador som drabbar marknadsaktörer för finansiella instrument eller tredje man och kan inte hållas ansvariga för handlingar som de utfört lagenligt, på ett korrekt och legitimt sätt och i god tro genom att i vederbörlig ordning fullgöra sina tillsynsuppgifter i enlighet med vad som föreskrivs i lag och annan författning."

11 Artikel 74.1 FITL har följande lydelse:

"I samband med ett obligatoriskt erbjudande om inlösen av aktier får priset per aktie 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 tolv föregående månaderna. Vid förvärv av aktier till olika priser, ska inlösenpriset utgöras av det högsta av förvärvspriset för aktierna under de tolv månader som föregick de uppkomsten av de omständigheter som avses i artikel 66.1.
- 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 tolv månaderna. Det vägda genomsnittliga priset för aktien ska beräknas på grundval av de tolv närmast föregående månaderna före uppkomsten av de omständigheter som avses i artikel 66.1.
- 3) det aktievärde 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."

12 Artikel 74.2 FITL har följande lydelse:

"Vid beräkningen av värdet på en aktie som inlösts i enlighet med punkt 1.3 i denna artikel ska de uppgifter som använts utgöras av de uppgifter som härrör från målbolagets senaste årsbokslut som godkänts av bolagsstämman och som har varit föremål för en revisionsrapport. Tidsintervallet mellan den sista dagen under det räkenskapsår som är föremål för den årliga rapporten och den dag då anbudet lämnas till [finanskommissionen] får inte överstiga 16 månader. Om målföretaget i enlighet med tillämpliga bestämmelser utarbetar en årsrapport senast sju månader efter referensperiodens

utgång, får tidsintervallet mellan den sista dagen för det räkenskapsår för vilket årsrapporten upprättas och den dag då anbudet lämnas till [finanskommissionen] inte överstiga 19 månader. Vid beräkningen av värdet på en aktie ska de uppgifter som härrör från målbolagets senaste kvartalsrapport användas om värdet på aktierna beräknat på grundval av dessa uppgifter är minst 10 procent högre än det värde som erhållits på grundval av uppgifterna i årsrapporten. Även om målföretaget även upprättar en sammanställd årsrapport, använder det de uppgifter som härrör från denna rapport för att fastställa värdet på den köpta aktien. Om målföretaget upprättar årsbokslut såväl enligt lagstiftningen i den stat där det är etablerat som enligt internationella redovisningsstandarder, ska det använda sig av uppgifter från konton som har utarbetats i enlighet med internationella redovisningsstandarder.”

- 13 I artikel 13 i valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (lagen om ersättning för skada som orsakats av myndigheter) (*Latvijas Vēstnesis* 2005, nr 96), i den lydelse som är tillämplig i det nationella målet (nedan kallad lagen om ersättning för skada), med rubriken ”Fastställande av ekonomisk skada”, föreskrivs följande:

”1. För att fastställa vilket belopp som ska utgå som ersättning för den skada som orsakats av den berörda myndigheten ska hänsyn tas till de faktiska och rättsliga omständigheter som ligger till grund för myndighetens handlande samt den skadelidandes handlande.

2. För att fastställa vilket belopp som ska beviljas som ersättning för den skada som orsakats av den berörda myndigheten ska hänsyn även tas till övriga relevanta omständigheter i det enskilda fallet, om det är möjligt att objektivt bevisa dem.

3. Storleken på skadeståndet fastställs i princip på grundval av det belopp som har beräknats 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, när beloppet överstiger 1 422 872 euro.

4. Myndigheten kan på eget initiativ ersätta den ekonomiska skada som den skadelidande har lidit, inte genom att betala skadestånd, utan genom att försätta vederbörande i den faktiska situation som rådde före skadan.”

- 14 I artikel 14.1 i Konsolidēto gada pārskatu likums (lagen om koncernredovisning) (*Latvijas Vēstnesis* 2006, nr 178), i den lydelse som är tillämplig i det nationella målet (nedan kallad lagen om koncernredovisning), med rubriken ”Konsolidering av bolagens årsredovisningar”, föreskrivs följande:

”Koncernredovisningen är resultatet av en konsolidering av årsredovisningen för koncernens moderbolag och berörda dotterbolag, vad gäller de belopp som anges i deras årsbokslut avseende tillgångar, skulder, eget kapital, intäkter och kostnader (utgifter). Samtliga de tillgångar och skulder som anges i koncernbolagens balansräkningar ska ingå i koncernens balansräkning. Bolagens vinster eller förluster ingår i sin helhet vid beräkningen av koncernens vinster och förluster.”

- 15 I artikel 21 i denna lag, med rubriken ”Uppvisande av minoritetsaktieägarnas ägarandelar”, föreskrivs följande:

”1. Den del av det egna kapitalet i koncernens dotterbolag som motsvarar aktier och andelar som innehas av minoritetsaktieägarna anges i en särskild post avseende eget kapital, med rubriken ’minoritetsägares andelar’.

2. De vinster och förluster per år som anges i de dotterbolagens räkenskaper och som motsvarar aktier och andelar som innehas av minoritetsaktieägarna anges i en separat konsoliderad post avseende beräkningen av vinster och förluster, med rubriken 'Minoritetsaktieägarnas andel av vinsterna och förluster'."

Bakgrund och tolkningsfrågorna

- 16 Eftersom klaganden i målet vid den nationella domstolen hade förvärvat 93,24 procent av aktierna med rösträtt i Ventspils nafta, hade den enligt FITL budplikt för inlösen av aktierna i detta bolag. Klaganden gav i detta syfte in ett "prospekt" till finanskommissionen, med ett angivet inlösenpris på 3,12 euro per aktie.
- 17 Finanskommissionen avlog den 6 oktober 2015 klagandens beräkningar, med stöd av artikel 74.1 led 3 FITL. Därefter tillät den, genom den omtvistade beslutet, bolaget att lämna ett obligatoriskt bud på inlösen till ett pris på 4,56 euro per aktie.
- 18 Klaganden väckte talan vid Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen, Lettland) och yrkade att beslutet skulle förklaras vara rättsstridigt och att bolaget skulle tillerkännas ersättning för den skada som det lidit till följd av beslutet.
- 19 Klaganden gjorde gällande att artikel 74 FITL har till syfte att fastställa metoden för beräkning av priset för en aktie, så att detta är rättvist och i linje med situationen på den berörda marknaden. I detta syfte ska hänsyn tas till Ventspils naftas sammanlagda faktiska tillgångar och inte till de tillgångar som anges i bolagets koncernredovisning, vilken omfattar samtliga dotterbolags tillgångar och skulder, inklusive minoritetsaktieägarnas innehav i dessa dotterbolag, vilka varken utgör tillgångar eller åtaganden för Ventspils nafta. Klaganden drog slutsatsen att finanskommissionen i det omtvistade beslutet på ett omotiverat sätt hade höjt priset på aktierna i Ventspils nafta genom att beakta tillgångar som inte tillhörde det bolaget.
- 20 Finanskommissionen hävdade att den grundat sig på IFRS 10, som återges i förordning nr 1254/2012 och som fastställer principerna för upprättandet av koncernredovisning i fall då ett bolag kontrollerar ett eller flera andra bolag, och vars punkt 22 föreskriver att innehav utan bestämmande inflytande ska redovisas i koncernens rapport över finansiell ställning "i eget kapital". Finanskommissionen preciserade att det av det tillgångsbelopp som angavs i den rapporten inte gick att utläsa vilken del av tillgångarna som ägdes av majoritetsaktieägarna och vilken del som ägdes av minoritetsaktieägarna. Finanskommissionen drog härav slutsatsen att det skulle strida mot syftet med artikel 74 FITL att från tillgångarna i Ventspils nafta dra av de andelar som inte gav bestämmande inflytande, eftersom fastställandet av priset per aktie utifrån det sammanlagda värdet av detta bolags tillgångar gjorde det möjligt att fastställa detta pris till det verkliga värdet av aktien.
- 21 Genom dom av den 10 mars 2017 biföll Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) delvis klagandens talan och förklarade det omtvistade beslutet rättsstridigt och förpliktade finanskommissionen att ersätta bolaget med 50 procent av den skada det lidit till följd av detta beslut.
- 22 Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) påpekade att artikel 74.1 led 3 FITL inte innehåller några närmare uppgifter om begreppen "sammanlagda tillgångar" och "nettotillgångar", som används i den bestämmelsen. Den framhöll att detta inte hade diskuterats när den lettiska lagstiftaren år 2006, beträffande denna bestämmelse, föreskrev en skyldighet att använda uppgifter från koncernredovisningarna för att fastställa priset på en aktie. Den noterade att även om artikel 74.1 FITL inte är formulerad på det sättet att de metoder som avses i artikel 74.1 leden 2 och 3 endast kan användas i undantagsfall, skulle en sådan användning kunna följa av att marknaden för lettiska aktier är extremt begränsad.

- 23 Den ansåg att det var nödvändigt att grunda sig på objektiva värderingskriterier för att beräkna priset på en aktie och att artikel 74.1 led 3 FITL skulle tolkas så, att begreppet nettotillgångar inte innefattar minoritetsinnehav.
- 24 Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) fann vidare att det, i enlighet med artikel 13.3 i lagen om ersättning för skada, förelåg omständigheter som motiverade en minskning av den beräknade ersättningen, men att denna minskning inte fick överstiga 50 procent av det begärda beloppet.
- 25 Finanskommissionen och klaganden överklagade var för sig den dom som Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) meddelat den 10 mars 2017 till Augstākā tiesa (Senāts) (Högsta domstolen, Lettland).
- 26 Finanskommissionen anser att Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) underlåtit att beakta flera omständigheter som utesluter den tolkning som den domstolen gjorde av artikel 74.1 led 3 FITL. Skyldigheten att vid beräkningen av inlösenpriset per aktie inkludera uppgifter från koncernredovisningen ingår bland de ändringar i FITL som antagits för att införliva direktiv 2004/25 med lettisk rätt.
- 27 Finanskommissionen har gjort gällande att Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) har tolkat artikel 74.1 led 3 FITL på ett sätt som strider mot det främsta syftet med direktiv 2004/25, vilket är att skydda minoritetsaktieägarnas intressen vid fastställandet av priset på inlösta aktier. Finanskommissionen har preciserat att den, genom att vid beräkningen av inlösenpriset för aktierna i Ventspils nafta inkludera minoritetsägarnas andel i kapitalet i Ventspils naftas dotterbolag, följde syftet med direktiv 2004/25, genom att beräkna detta pris i enlighet med artikel 5.4 andra stycket i direktivet, det vill säga på grundval av ”objektiva värderingskriterier som är allmänt förekommande i finansiell analys”.
- 28 Klaganden i det nationella målet har yrkat att domen från Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) ska upphävas, i den del Administratīvā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) delvis ogillade bolagets yrkande om ersättning för den skada det lidit till följd av det omtvistade beslutet. Bolaget har gjort gällande att artikel 13.3 punkt 3 i lagen om ersättning för skada medger ersättning för hela den skada som lidits och att, om det inte föreligger några särskilda omständigheter, en minskning av ersättningen med upp till 50 procent av denna skada kan leda till situationer där myndigheten brister i omsorg vid hantering av svåra lagtolkningsfrågor.
- 29 Den hänskjutande domstolen har understrukit att en korrekt tolkning av artikel 74.1 led 3 FITL kräver att man fastställer om den metod som föreskrivs i den bestämmelsen för att beräkna priset per aktie är en rättvis metod för fastställande av priset, i den mening som avses i direktiv 2004/25.
- 30 Den hänskjutande domstolen vill få klarhet i huruvida inkluderandet av ett minoritetsinnehav i nettotillgångarna, vilket ligger till grund för beräkningen av inlösenpriset per aktie, leder till att det pris som fastställs är skäligt, i den mening som avses i detta direktiv, och följaktligen förenligt med direktivets syften.
- 31 Den har erinrat om att domstolen har slagit fast att medlemsstaterna har ett utrymme för skönsmässig bedömning för att fastställa under vilka omständigheter deras tillsynsmyndigheter kan ändra inlösenpriset per aktie, dock under förutsättning att dessa omständigheter är klart fastställda. Den hänskjutande domstolen frågar sig dock om beräkningsmetoden för nettotillgångarna i artikel 74.1 led 3 FITL uppfyller detta villkor, eftersom begreppen ”sammanlagda tillgångar” och ”nettotillgångar” inte uttryckligen preciseras i denna bestämmelse eller i någon annan bestämmelse i nämnda lag.

- 32 Den hänskjutande domstolen hyser tvivel om huruvida artikel 74.1 led 3 och 74.2 FITL, som inte klart anger om nettotillgångarna även ska innefatta en minoritetspost vid beräkningen av inlösenpriset per aktie, är förenliga med artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25.
- 33 Den hänskjutande domstolen vill slutligen få klarlagt om artikel 13.3 i lagen om skadestånd är förenlig med unionsrättens grundläggande principer, i synnerhet effektivitetsprincipen, med hänsyn till att ersättningsbeloppet enligt den bestämmelsen kan minskas utan begränsning när skadan överstiger 1 422 872 euro. Den hänskjutande domstolen vill även få klarlagt om samtliga villkor för statens skadeståndsansvar är uppfyllda, bland annat om de tillämpliga bestämmelserna i direktiv 2004/25 ger enskilda rättigheter.
- 34 Mot denna bakgrund beslutade Augstākā tiesa (Senāts) (Högsta domstolen) att vilandeförklara målet och ställa följande frågor till EU-domstolen:
- ”1) Utgör artikel 5 i direktiv 2004/25 hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver att aktiepriset vid ett obligatoriskt erbjudande om inlösen ska beräknas genom att målbolagets nettotillgångar (inklusive minoritetsinnehav, som inte ger ett bestämmande inflytande) divideras med antalet emitterade aktier?
- 2) Om svaret på den första tolkningsfrågan är nekande, det vill säga om det berörda bolagets nettotillgångar inte ska innefatta minoritetsinnehav (som inte ger bestämmande inflytande), kan då en metod för att fastställa aktiepriset som fordrar teleologisk tolkning 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?
- a) Det pris till vilket budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med budgivaren förvärvat aktierna i det berörda bolaget under de tolv föregående månaderna. Vid förvärv av aktier till olika priser, ska inlösenpriset utgöras av det högsta av förvärvspriset för aktierna under de tolv månader som föregick den lagstadgade skyldigheten att lägga fram ett erbjudande om inlösen.
- b) 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 tolv månaderna. Det vägda genomsnittliga priset för aktien ska beräknas på grundval av de tolv närmast föregående månaderna före uppkomsten av den lagstadgade skyldigheten att lägga fram ett inlösenerbjudande.
- c) 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 nationell rätt 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 nationell rätt som på skador som uppkommit på grund av en felaktig tillämpning av unionsrätten?
- 6) Ger bestämmelserna i direktiv 2004/25, såsom de som är tillämpliga i förevarande mål, rättigheter för enskilda, det vill säga är villkoret för statens skadeståndsansvar uppfyllt?”

Prövning av tolkningsfrågorna

- 35 Enligt den hänskjutande domstolen beror utgången i det nationella målet i huvudsak på huruvida artikel 5.4 i direktiv 2004/25 utgör hinder för den metod för fastställande av ett skäligt pris som föreskrivs i nationell lagstiftning, som stadgar att aktiernas värde vid ett uppköpserbudande beräknas genom att målföretagets nettotillgångar, inbegripet minoritetsaktieägarens innehav – som följaktligen inte ger ett bestämmande inflytande – divideras med antalet emitterade aktier. Vidare anser den hänskjutande domstolen det nödvändigt att få ett svar på huruvida direktivet ger enskilda rättigheter och huruvida unionsrätten utgör hinder för en nationell lagstiftning som begränsar ersättningen för skada som lidits till följd av felaktig tillämpning av unionsrätten.
- 36 Eftersom de olika tolkningsfrågorna överlappar varandra på olika punkter, behöver de omgrupperas för att ge den hänskjutande domstolen så exakta svar som möjligt.

Den tredje och den fjärde frågan

- 37 Den hänskjutande domstolen har ställt den tredje och den fjärde frågan, vilka ska prövas tillsammans, för att få klarhet i huruvida artikel 5.4 i direktiv 2004/25 utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver tre metoder för att fastställa det skäliga priset till vilket budgivaren måste lösa in aktierna i ett bolag, däribland den metod som följer av tillämpningen av artikel 5.4 första stycket i direktivet, och enligt vilken det alltid är den metod som ger det högsta priset som ska användas.
- 38 Såsom framgår bland annat av skäl 9 i direktiv 2004/25 har direktivet till syfte att skydda intressena för innehavare av värdepapper i bolag där kontrollen över bolaget har förvärvats av en fysisk eller juridisk person. Mot denna bakgrund syftar direktivet till att säkerställa klarheten och öppenheten hos reglerna om uppköpserbudanden (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 24).
- 39 I artikel 1.1 i direktiv 2004/25 föreskrivs åtgärder som ska samordna medlemsstaternas regleringar av uppköpserbudanden av värdepapper i bolag som lyder under lagstiftningen i en medlemsstat, om dessa värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 25).
- 40 I artikel 3.1 i direktivet fastställs de riktlinjer, benämnda allmänna principer, som ska iakttas vid tillämpningen av direktivet. Bland dessa riktlinjer återfinns principen att när en person förvärvar kontrollen över ett bolag ska värdepappersinnehavarna skyddas (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 26).
- 41 I syfte att iaktta nämnda riktlinjer föreskrivs det i artikel 3.2 a och b i direktiv 2004/25 att medlemsstaterna dels ska säkerställa att minimikraven i direktivet uppfylls, dels får införa ytterligare villkor och strängare föreskrifter än de som föreskrivs i direktivet för att reglera erbjudandena (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 27).
- 42 Artikel 5 i direktivet har rubriken ”Skydd av minoritetsaktieägare, budplikt och skäligt pris”. I den artikeln föreskrivs i syfte att skydda värdepappersinnehavarnas intressen två regler som förpliktar medlemsstaterna och en regel som medlemsstaterna kan välja att tillämpa (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 28).
- 43 I artikel 5.1 i direktiv 2004/25 fastställs principen om ett obligatoriskt erbjudande att köpa upp aktierna i ett bolag. I den bestämmelsen föreskrivs att 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 som omfattas av direktivet och dessa värdepapper, tillsammans med befintligt innehav av dessa värdepapper och innehav hos personer som handlar i samförstånd med den personen, direkt eller

indirekt ger den personen en bestämd andel av röstetalet i bolaget varigenom den personen får kontroll över bolaget, ska medlemsstaterna säkerställa att den personen är skyldig att lämna ett erbjudande för att skydda minoritetsaktieägare i bolaget. Erbjudandet ska avse samtliga dessa aktieägares hela innehav och innehålla ett skäligt pris, såsom detta definieras i artikel 5.4 i direktivet (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 29).

- 44 För att likaså skydda minoritetsaktieägarnas intressen i det bolag som är föremål för ett uppköpserbjudande, ska ett pris enligt artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 anses skäligt om det motsvarar det högsta pris som budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med denne betalat för samma värdepapper under en period, som ska fastställas av medlemsstaterna, på minst sex och högst tolv månader närmast före det erbjudande som avses i artikel 5.1 i direktivet (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 30).
- 45 Slutligen föreskrivs i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 att medlemsstaterna, förutsatt att principerna i artikel 3.1 följs, får ge tillsynsmyndigheterna i artikel 4 i direktivet tillstånd att ändra det skäliga priset under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier. Medlemsstaterna får för detta ändamål dels upprätta en förteckning över omständigheter då det högsta priset får ändras, antingen uppåt eller nedåt, dels fastställa vilka kriterier som ska användas i dessa fall. Dessa omständigheter och kriterier måste vara tydligt fastställda. Exempel på sådana omständigheter och kriterier anges i artikel 5.4 andra stycket i direktivet (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 31).
- 46 För att fastställa det skäliga priset på de värdepapper som omfattas av ett uppköpserbjudande föreskrivs i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 en metod som enligt skäl 9 i direktivet svarar mot en gemensam definition inom Europeiska unionen.
- 47 Det följer av systematiken i artikel 5.4 i direktivet att denna metod för fastställande av ett skäligt pris är den enda metod som är tillåten i detta avseende. I artikel 5.4 andra stycket i direktivet föreskrivs nämligen, när medlemsstaterna har valt en sådan möjlighet, att det är möjligt att ändra det skäliga priset, såsom föreskrivs i artikel 5.4 första stycket i direktivet.
- 48 Det är följaktligen endast inom ramen för denna behörighet att ändra det skäliga priset på de värdepapper som omfattas av ett uppköpserbjudande som medlemsstaterna får tillåta sina tillsynsmyndigheter att bestämma det pris till vilket dessa värdepapper ska säljas, enligt metoder som skiljer sig från vad som föreskrivs i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25.
- 49 När nationell lagstiftning föreskriver att det skäliga priset ska fastställas enligt flera metoder, varav en är densamma som den som föreskrivs i artikel 5.4 första stycket i direktivet, kan de andra metoderna emellertid under vissa förutsättningar anses svara mot den behörighet att ändra det skäliga priset som stadgas i artikel 5.4 andra stycket i direktivet.
- 50 De villkor som ska vara uppfyllda i detta avseende är de som följer av själva ordalydelsen i sistnämnda bestämmelse.
- 51 För det första ska de metoder för fastställande av skäliga priser som skiljer sig från den metod som föreskrivs i artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25 tillämpas av de tillsynsmyndigheter som inrättats av medlemsstaterna och med beaktande av de allmänna principer som uttrycks i artikel 3.1 i direktivet. För det andra ska dessa metoder tillämpas ”under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier”.

- 52 Det ska i detta hänseende erinras om den rättspraxis enligt vilken det krävs att medlemsstaterna, för att iaktta både rättssäkerhetsprincipen och behovet av att garantera att direktiv, i både praktiskt och formellt hänseende, tillämpas fullt ut återger föreskrifterna i direktiv 2004/25 i tvingande lagbestämmelser på ett klart, precist och öppet sätt (se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 41).
- 53 Medlemsstaterna är således skyldiga att genom det rättsliga instrument som de väljer säkerställa att de omständigheter och kriterier som ligger till grund för ändringen av det skäligen priset är klart fastställda, i den mening som avses i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25.
- 54 Det ankommer på den hänskjutande domstolen att pröva om FITL, eventuellt tolkat mot bakgrund av skälen till denna lag, uppfyller dessa krav.
- 55 Slutligen kan det inte uteslutas att ändringen av det skäligen priset, under vissa särskilda omständigheter, alltid leder till att ett högre pris fastställs än det som följer av en tillämpning av artikel 5.4 första stycket i direktiv 2004/25.
- 56 Detta antagande bekräftas för övrigt av artikel 5.4 andra stycket i direktivet, eftersom det där föreskrivs att det högsta priset, med hänsyn till den förteckning över omständigheter som eventuellt fastställts av den berörda medlemsstaten, får ändras antingen uppåt eller nedåt. En bestämd omständighet, i den mening som avses i denna bestämmelse, kan således alltid leda till att ett högre pris fastställs än det skäligen priset, vilket framgår av de exempel som anges i nämnda bestämmelse, bland annat när det skäligen priset, såsom föreskrivs i artikel 5.4 första stycket i direktivet, har fastställts genom ett avtal mellan köparen och en säljare.
- 57 Den tredje och den fjärde frågan ska följaktligen besvaras på följande sätt. Artikel 5.4 i direktiv 2004/25 ska tolkas så, att den inte utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver tre metoder för att fastställa det skäligen pris till vilket budgivaren måste lösa in aktierna i ett bolag, däribland den metod som följer av tillämpningen av artikel 5.4 första stycket i direktivet, enligt vilken det alltid är den metod som ger det högsta priset som ska användas, förutsatt att de metoder för fastställande av det skäligen priset som skiljer sig från den metod som föreskrivs i artikel 5.4 första stycket i direktivet tillämpas av tillsynsmyndigheten, med beaktande av de allmänna principer som uttrycks i artikel 3.1 i direktivet och under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier.

Den första och den andra tolkningsfrågan

- 58 Den hänskjutande domstolen har ställt den första och den andra frågan, vilka ska prövas tillsammans, för att få klarhet i huruvida artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver att aktiernas värde vid ett uppköpserbudande beräknas genom att målföretagets nettotillgångar, inbegripet minoritetsaktieägares innehav – som följaktligen inte ger ett bestämmande inflytande – divideras med antalet emitterade aktier, av den anledningen att den metoden för att fastställa aktiepriset inte kan anses uppfylla villkoret om ”tydligt fastställda” kriterier, i den mening som avses i den bestämmelsen.
- 59 Domstolen påpekar för det första att finanskommissionen genom det omtvistade beslutet tillät klaganden att lämna ett obligatoriskt bud om köp av målbolagets aktier på grundval av den metod för fastställande av aktiepriset som föreskrivs i artikel 74.1 led 3 FITL, som stadgar att aktiens värde beräknas genom att bolagets nettotillgångar divideras med antalet emitterade aktier. Enligt artikel 74.2 FITL är de uppgifter som används i detta avseende, när målföretaget sammanställer en årlig koncernrapport, de uppgifter som framgår av denna rapport.

- 60 Det ska även påpekas dels att artikel 14.1 i lagen om koncernredovisning föreskriver att koncernredovisningen är resultatet av en konsolidering av årsredovisningen för koncernens moderbolag och för de berörda dotterbolagen, dels att artikel 21 i denna lag preciserar att den del av det egna kapitalet i de konsoliderade dotterbolagen som motsvarar aktier och andelar som innehas av minoritetsaktieägare anges i en särskild post med rubriken "Minoritetsägarnas andelar".
- 61 För att fastställa priset på målbolagets aktier inkluderade finanskommissionen i det omtvistade beslutet bland bolagets nettotillgångar de andelar som minoritetsaktieägarna innehade i dess dotterbolag, det vill säga andelar som nämnda bolag inte äger.
- 62 För det andra ska det, såsom framgår av övervägandena i punkt 45 ovan, erinras om att artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 föreskriver att medlemsstaterna, förutsatt att principerna i artikel 3.1 följs, får tillåta sina tillsynsmyndigheter enligt artikel 4 i direktivet att ändra det skäligen priset under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier (dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 31).
- 63 Artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 anger dessutom att medlemsstaterna, om de föreskriver att tillsynsmyndigheterna får ändra det skäligen priset, kan fastställa vilka kriterier som ska 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.
- 64 För det tredje fordrar både rättssäkerhetsprincipen och behovet av att garantera att direktiv 2004/25 tillämpas fullt ut att medlemsstaterna, såsom erinras om i punkt 52 ovan, återger föreskrifterna i det aktuella direktivet i tvingande lagbestämmelser på ett klart, precist och öppet sätt (se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 41).
- 65 Det är mot bakgrund av dessa principer som det ska avgöras om metoden för att fastställa priset, vilken bland målföretagets nettotillgångar inkluderar de andelar som minoritetsaktieägarna innehar i dess dotterbolag, innehåller "tydligt fastställda" kriterier i den mening som avses i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25.
- 66 Såsom generaladvokaten påpekat i punkt 69 i sitt förslag till avgörande, begränsas det utrymme för skönsmässig bedömning som medlemsstaterna har enligt denna bestämmelse att, vid en ändring av det skäligen priset, fastställa kriterierna för fastställande av priset på de värdepapper som omfattas av ett obligatoriskt uppköpserbjudande, av syftet med hela artikel 5.4 i direktiv 2004/25, vilket är att finna ett skäligt pris för dessa aktier.
- 67 I detta syfte får medlemsstaterna, såsom generaladvokaten påpekat i punkt 71 i sitt förslag till avgörande, föreskriva alla värderingskriterier som erkänns i finansiell analys och som gör det möjligt att fastställa det verkliga ekonomiska värdet av en andel i målföretaget.
- 68 När det gäller den sistnämnda aspekten beaktas enligt IFRS 10, som återges i unionsrätten i förordning nr 1254/2012, samtliga tillgångar som innehas av moderbolaget i en koncern och dess dotterbolags tillgångar, oberoende av hur stor del detta bolag har i sina dotterbolag. Av detta följer att ett sådant moderbolags nettotillgångar fastställs med beaktande av minoritetsägares andelar i dess dotterbolag, vilka i bilaga A i den del av bilagan till förordning nr 1254/2012 som avser IFRS 10, under rubriken "Innehav utan bestämmande inflytande", definieras som "finansiell ställning i eget kapital, skilt från eget kapital för moderföretagets ägare".
- 69 De internationella normer för finansiell information som avses i förordning nr 1254/2012 har ett informationsvärde, eftersom syftet med IFRS 10 enligt punkt 1 i den del av bilagan till förordningen som avser denna norm är att "fastställa principer för att upprätta och utforma koncernredovisning när ett företag har bestämmande inflytande över ett eller flera andra företag". Redogörelsen för de andelar

som inte ger bestämmande inflytande gör det möjligt att säkerställa att tredje man får fullständig information om koncernens omfattning och räckvidden av moderbolagets bestämmande inflytande över sina dotterbolag.

- 70 Således kan urskiljandet av och storleken på minoritetsaktieägarnas andelar av kapitalet i dotterbolagen till ett moderbolag i en koncern vara upplysningar av betydelse för den finansiella analysen.
- 71 Vid fastställandet av värdet på moderbolagets andelar ankommer det på den hänskjutande domstolen att, för att avgöra om denna värderingsmetod utgör ett objektiva värderingskriterium som är allmänt förekommande i finansiell analys, fästa särskild uppmärksamhet vid att metoden, såsom framgår av punkterna 68 och 69 i förevarande dom, innebär att andelar i ett moderbolags dotterbolag som inte ägs av moderbolaget ska beaktas.
- 72 Vidare måste varje metod för fastställande av det skäligen priset, som följer av den möjlighet att ändra priset som föreskrivs i artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25, på ett tillräckligt klart, precist och förutsebart sätt följa av de rättsliga bestämmelser där den föreskrivs, vilka likaså ska vara klara, precisa och öppna (se, för ett liknande resonemang, dom av den 20 juli 2017, Marco Tronchetti Provera m.fl., C-206/16, EU:C:2017:572, punkt 41).
- 73 Det framgår av handlingarna i målet att artikel 74.1 led 3 FITL inte innehåller någon definition av begreppet nettotillgångar, som används som parameter för den metod för fastställande av ett skäligt pris som föreskrivs i denna bestämmelse. Även om artikel 21 i lagen om koncernredovisning föreskriver att den del av det egna kapitalet i koncernens dotterbolag som motsvarar minoritetsägarnas aktier och andelar ska anges i en post separat från det egna kapitalet, med rubriken ”Minoritetsaktieägarnas andelar”, innehåller den bestämmelsen ingen hänvisning till nettotillgångarna för moderbolaget i en koncern.
- 74 Mot bakgrund av dessa omständigheter ankommer det på den hänskjutande domstolen att pröva huruvida artikel 74.1 led 3 FITL ska tolkas så, att begreppet nettotillgångar på ett tillräckligt klart, precist och förutsebart sätt kan förstås så, att det beträffande moderbolaget i en koncern, som upprättar en årlig koncernrapport, innefattar minoritetsägares innehav i moderbolagets dotterbolag.
- 75 Det ska också erinras om att principen om fördragskonform 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 (se, för ett liknande resonemang, dom av den 19 januari 2010, Küçükdeveci, C-555/07, EU:C:2010:21, punkt 48).
- 76 Det är mot bakgrund av dessa principer som det ankommer på den hänskjutande domstolen att avgöra om den kan göra den tolkning av artikel 74.1 led 3 FITL som beskrivs i punkt 74 ovan eller om den, såsom framgår av begäran om förhandsavgörande, ska tolka denna bestämmelse restriktivt på ett teleologiskt plan, vilket innebär att minoritetsaktieägarnas innehav i egenskap av nettotillgångar i målbolaget i ett uppköpserbjudande inte kan beaktas vid fastställandet av priset på detta bolags aktier.
- 77 Den första och den andra tolkningsfrågan ska därför besvaras på följande sätt. Artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 ska tolkas så, att den utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver att aktiernas värde vid ett uppköpserbjudande beräknas genom att målföretagets nettotillgångar, inbegripet minoritetsaktieägares innehav – som följaktligen inte ger ett bestämmande inflytande – divideras med antalet emitterade aktier, såvida det inte är fråga om en metod för fastställande av aktiepriset som kan anses uppfylla villkoret om ”tydligt fastställda” kriterier, i den mening som avses i den bestämmelsen, vilket det ankommer på den hänskjutande domstolen att pröva.

Den sjätte frågan

- 78 Den hänskjutande domstolen har ställt den sjätte frågan för att få klarhet i huruvida direktiv 2004/25, inom ramen för ett uppköpserbudande, ger budgivaren rättigheter som denne kan göra gällande vid en skadeståndstalan mot staten.
- 79 Domstolen har, beträffande de förutsättningar som ska vara uppfyllda för att en stat ska ansvara för skada som har vållats enskilda genom sådana överträdelser av unionsrätten som kan tillskrivas staten, vid upprepade tillfällen slagit fast att enskilda som lidit skada har rätt till skadestånd när tre förutsättningar är uppfyllda, nämligen att syftet med den unionsbestämmelse som har överträtts är att ge enskilda rättigheter, att överträdelsen av denna bestämmelse är tillräckligt klar och att det finns ett direkt orsakssamband mellan överträdelsen och den skada som de enskilda har lidit (dom av den 28 juli 2016, Tomášová, C-168/15, EU:C:2016:602, punkt 22 och där angiven rättspraxis).
- 80 Det följer även av fast rättspraxis att det i princip är de nationella domstolarna som ska tillämpa de kriterier som gör det möjligt att fastställa medlemsstaternas ansvar för skada som har vållats enskilda genom överträdelser av unionsrätten i enlighet med de riktlinjer som domstolen har angett för denna tillämpning (dom av den 4 oktober 2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, punkt 95 och där angiven rättspraxis).
- 81 Vad för det första gäller den direkta effekten av artikel 5.4 i direktiv 2004/25 krävs förvisso enligt rättspraxis inte en sådan effekt för att en medlemsstat ska hållas ansvarig för överträdelse av unionsrätten. Kravet enligt rättspraxis är att bestämmelsen ger rättigheter åt enskilda (se, för ett liknande resonemang, dom av den 4 oktober 2018, Kantarev, C-571/16, EU:C:2018:807, punkterna 97 och 104 och där angiven rättspraxis).
- 82 För det andra anger artikel 4.6 i direktiv 2004/25 förvisso bland annat att direktivet inte påverkar medlemsstaternas befogenhet att dels anta bestämmelser som preciserar om och under vilka omständigheter parterna i budet har rätt att inleda ett administrativt eller rättsligt förfarande, särskilt den befogenhet som domstolarna i en medlemsstat kan ha att inte pröva ett överklagande och uttala sig om huruvida detta påverkar resultatet av budet, dels att fastställa rättsreglerna om parternas ansvar eller om tvistlösning mellan parterna i ett bud.
- 83 Den tredje meningen i artikel 4.6 i direktiv 2004/25, som rör rättsregler om tillsynsmyndigheternas ansvar, kan emellertid inte innebära att medlemsstaterna får anta bestämmelser som förbjuder parterna i ett uppköpserbudande att väcka skadeståndstalan mot staten på grund av en klar överträdelse av unionsrätten i samband med ett sådant erbjudande, och detta av två skäl.
- 84 I den tredje meningen anges endast att direktiv 2004/25 inte ska påverka medlemsstaternas befogenheter att fastställa de rättsliga reglerna om tillsynsmyndigheternas ansvar. Där medges dock under inga omständigheter att medlemsstaterna, såsom i artikel 4.6 första meningen i direktivet, kan avstå från att tillhandahålla ett administrativt eller rättsligt förfarande för parterna i erbjudandeförfarandet.
- 85 För det andra ska det erinras om att unionsrättens fulla verkan och ett effektivt skydd av enskildas rättigheter enligt denna princip i förekommande fall kan säkerställas genom principen om statens ansvar för skada som har vållats enskilda genom sådana överträdelser av unionsrätten som kan tillskrivas staten, eftersom denna princip ingår i det system i de fördrag som ligger till grund för unionsrätten och gäller för varje fall där en medlemsstat har överträtt unionsrätten, oavsett vilken typ av överträdelse det rör sig om (dom av den 19 december 2019, Deutsche Umwelthilfe, C-752/18, EU:C:2019:1114, punkterna 54 och 55 och där angiven rättspraxis).
- 86 För det tredje är det riktigt att huvudsyftet med direktiv 2004/25 är att skydda minoritetsaktieägarna i ett målföretag för ett uppköpserbudande.

- 87 För det första föreskrivs i artikel 5.1 i direktiv 2004/25 att en person som innehar värdepapper i ett bolag vilka tillsammans med befintligt innehav av dessa värdepapper och innehav hos personer som handlar i samförstånd med den personen, direkt eller indirekt ger den personen en bestämd andel av röstetalet i bolaget varigenom den personen får kontroll över bolaget, ska den personen vara förpliktigad att lämna ett erbjudande för att skydda minoritetsaktieägarna i bolaget. För det andra anges det i artikel 5.4 första stycket i direktivet att en person, som således är skyldig att lämna ett erbjudande om förvärv av minoritetsaktieägarnas aktier, ska erbjuda ett skäligt pris, som motsvarar det högsta pris som budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med denne betalat för samma värdepapper under en period, som ska fastställas av medlemsstaterna, på minst sex och högst tolv månader närmast före erbjudandet.
- 88 Regeln om fastställande av ett skäligt pris i artikel 5.4 i direktiv 2004/25 syftar emellertid i lika hög grad till att skydda budgivaren, eftersom den gör det möjligt att fastställa det högsta pris som budgivaren ska betala till minoritetsaktieägarna i samband med ett uppköpserbjudande, vilket, såsom generaladvokaten påpekat i punkt 38 i sitt förslag till avgörande, motsvarar vad budgivaren var beredd att betala under perioden före erbjudandet.
- 89 Dessutom kan den befogenhet att ändra det skäliga priset som föreskrivs i artikel 5.4 andra stycket i direktivet även vara ägnad att skydda budgivarens intressen, eftersom den bestämmelsen även ger utrymme att ändra det skäliga priset nedåt under vissa omständigheter som medlemsstaterna bestämmer.
- 90 Eftersom artikel 5.4 första och andra styckena i direktiv 2004/25 således direkt påverkar den rättsliga ställningen för den person som är skyldig att genomföra ett uppköpserbjudande från målbolagets minoritetsaktieägare, är den en unionsrättslig bestämmelse som har till syfte att ge rättigheter för enskilda, i förevarande fall budgivaren.
- 91 Den sjätte tolkningsfrågan ska följaktligen besvaras på följande sätt. Direktiv 2004/25 ska tolkas så, att det i samband med uppköpserbjudanden ger budgivaren rättigheter som kan göras gällande inom ramen för en skadeståndstalan mot staten.

Den femte frågan

- 92 Den hänskjutande domstolen har ställt den femte frågan för att få klarhet i huruvida unionsrätten ska tolkas så, att den utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver att ersättning för ekonomisk skada kan begränsas till 50 procent av skadebeloppet i ett fall där en medlemsstat har ådragit sig skadeståndsansvar för skada som orsakats av en överträdelse av en unionsrättslig bestämmelse genom ett beslut av en förvaltningsmyndighet i denna stat.
- 93 Artikel 13 i lagen om ersättning för skada föreskriver att om det belopp som beräknats enligt artikel 12 i samma lag inte överstiger 142 288 euro, ska rimlig ersättning för en ekonomisk skada som orsakats av en myndighet uppgå till 100 procent av det beloppet. När beloppet är mellan 142 289 och 1 422 872 euro, ska ersättningen utgöra mellan 50 och 100 procent av beloppet, och när beloppet överstiger 1 422 872 euro får ersättningen understiga 50 procent av beloppet.
- 94 Med tillämpning av denna bestämmelse begränsade Administrativā apgabaltiesa (Regionala förvaltningsdomstolen) ersättningen för den skada som klaganden i det nationella målet hade lidit, som uppgick till ett belopp över 1 422 872 euro, till 50 procent av skadan.
- 95 Även om artikel 4.6 i direktiv 2004/25, såsom framgår av punkt 82 ovan, anger att direktivet inte påverkar medlemsstaternas befogenhet att fastställa rättsregler om tillsynsmyndigheternas ansvar eller lösning av tvister mellan parterna i ett anbud, ska det understrykas att de villkor som uppställs i nationell lagstiftning om skadestånd inte får vara mindre förmånliga än dem som avser liknande

ersättningsanspråk som grundas på nationell rätt (likvärdighetsprincipen) eller vara utformade på ett sådant sätt att det i praktiken blir omöjligt eller orimligt svårt att erhålla skadestånd (effektivitetsprincipen) (dom av den 29 juli 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, punkt 45 och där angiven rättspraxis).

- 96 Vad gäller likvärdighetsprincipen framgår det av begäran om förhandsavgörande att möjligheten att begränsa ersättningsbeloppet för den ekonomiska skadan gäller såväl vid åsidosättande av lettisk rätt som vid åsidosättande av unionsrätten.
- 97 Vad gäller effektivitetsprincipen framgår det av domstolens praxis att ersättning för skada som åsamkas enskilda genom överträdelse av unionsrätten måste vara tillräcklig för den skada som lidits, så att den säkerställer ett effektivt skydd av deras rättigheter (se, för ett liknande resonemang, dom av den 29 juli 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe, C-620/17, EU:C:2019:630, punkt 46 och där angiven rättspraxis).
- 98 Som generaladvokaten påpekat i punkt 104 i sitt förslag till avgörande uppfyller det inte kravet på tillräcklig ersättning för skada när en nationell bestämmelse föreskriver att ersättning för ekonomisk skada, som kan fastställas exakt, kan begränsas till 50 procent av skadans omfattning i ett fall där en medlemsstats ansvar för skada uppkommer till följd av en överträdelse av en unionsrättslig bestämmelse genom ett beslut av en förvaltningsmyndighet i denna stat.
- 99 Av detta följer att en sådan nationell bestämmelse inte är förenlig med effektivitetsprincipen.
- 100 Mot denna bakgrund ska den femte frågan besvaras enligt följande. Unionsrätten ska tolkas så, att den utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver att ersättning för ekonomisk skada kan begränsas till 50 procent av skadebeloppet i ett fall där en medlemsstat har ådragit sig skadeståndsansvar för skada som orsakats av en överträdelse av en unionsrättslig bestämmelse genom ett beslut av en förvaltningsmyndighet i denna stat.

Rättegångskostnader

- 101 Eftersom förfarandet i förhållande till parterna i det nationella målet utgör ett led i beredningen av samma mål, ankommer det på den hänskjutande domstolen att besluta om rättegångskostnaderna. De kostnader för att avge yttrande till domstolen som andra än nämnda parter har haft är inte ersättningsgilla.

Mot denna bakgrund beslutar domstolen (fjärde avdelningen) följande:

- 1) **Artikel 5.4 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden ska tolkas så, att den inte utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver tre metoder för att fastställa det skäligen pris till vilket budgivaren måste lösa in aktierna i ett bolag, däribland den metod som följer av tillämpningen av artikel 5.4 första stycket i direktivet, enligt vilken det alltid är den metod som ger det högsta priset som ska användas, förutsatt att de metoder för fastställande av det skäligen priset som skiljer sig från den metod som föreskrivs i artikel 5.4 första stycket i direktivet tillämpas av tillsynsmyndigheten, med beaktande av de allmänna principer som uttrycks i artikel 3.1 i direktivet och under vissa bestämda omständigheter och i enlighet med tydligt fastställda kriterier.**
- 2) **Artikel 5.4 andra stycket i direktiv 2004/25 ska tolkas så, att den utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver att aktiernas värde vid ett uppköpserbudande beräknas genom att målföretagets nettotillgångar, inbegripet minoritetsaktieägars innehav – som följaktligen inte ger ett bestämmande inflytande – divideras med antalet emitterade aktier, såvida det**

inte är fråga om en metod för fastställande av aktiepriset som kan anses uppfylla villkoret om ”tydligt fastställda” kriterier, i den mening som avses i den bestämmelsen, vilket det ankommer på den hänskjutande domstolen att pröva.

- 3) Direktiv 2004/25 ska tolkas så, att det i samband med uppköpserbudanden ger budgivaren rättigheter som kan göras gällande inom ramen för en skadeståndstalan mot staten.**
- 4) Unionsrätten ska tolkas så, att den utgör hinder för en nationell lagstiftning som föreskriver att ersättning för ekonomisk skada kan begränsas till 50 procent av skadebeloppet i ett fall där en medlemsstat har ådragit sig skadeståndsansvar för skada som orsakats av en överträdelse av en unionsrättslig bestämmelse genom ett beslut av en förvaltningsmyndighet i denna stat.**

Underskrifter