



Datum van inontvangstneming : 20/11/2019

Zaak C-735/19

Samenvatting van het verzoek om een prejudiciële beslissing overeenkomstig artikel 98, lid 1, van het Reglement voor de procesvoering van het Hof van Justitie

Datum van indiening:

7 oktober 2019

Verwijzende rechter:

Augstākā tiesa (Senāts) (hoogste rechterlijke instantie, Letland)

Datum van de verwijzingsbeslissing:

30 september 2019

Verzoekende partij in eerste aanleg en eiseres in cassatie:

Euromin Holdings (Cyprus) Limited

Verwerende partij in eerste aanleg en eiseres in cassatie:

Finanšu un kapitāla tirgus komisija (Commissie financiële en kapitaalmarkten)

Voorwerp van het hoofdgeding

Het geding betreft de wijze waarop de prijs van de effecten wordt bepaald in het kader van een overnamebod op effecten, meer bepaald de vraag of ook de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) deel uitmaken van de activa van de doelvennootschap die van invloed zijn op de prijs van het effect.

Voorwerp en rechtsgrond van het verzoek om een prejudiciële beslissing

Op grond van artikel 267 VWEU verzoekt de verwijzende rechter om uitlegging van artikel 5 van richtlijn 2004/25/EG, teneinde te kunnen vaststellen of de methoden waarin het Letse recht voorziet om de eenheidsprijs van de effecten te bepalen die van toepassing is bij het uitbrengen van een overnamebod, met die richtlijn verenigbaar zijn. De verwijzende rechter wenst ook te vernemen of het

nationale recht de vergoeding voor schade die een particulier door de onjuiste toepassing van het Unierecht heeft geleden, kan beperken.

Prejudiciële vragen

- 1) Is een nationale regeling die bepaalt dat de prijs van een effect bij een verplicht overnamebod wordt berekend door de netto-activa van de doelvennootschap [met inbegrip van de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen)] te delen door het aantal uitgegeven effecten in strijd met de juiste toepassing van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod?
- 2) Indien het antwoord op de eerste vraag ontkennend luidt, en de belangen zonder overheersende zeggenschap of minderheidsbelangen dus niet tot de netto-activa van de doelvennootschap moeten worden gerekend, kan een methode tot vaststelling van de prijs van een effect dan als „duidelijk omschreven” worden beschouwd in de zin van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, wanneer het voor een juist begrip daarvan noodzakelijk is om een methode van jurisprudentiële rechtsontwikkeling toe te passen, namelijk de teleologische reductie?
- 3) Is het verenigbaar met artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, dat wil zeggen met de bepaling van een billijke prijs, wanneer een regeling bepaalt dat de hoogste prijs moet worden gekozen uit de volgende drie varianten:
 - 1) de prijs waartegen de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen de effecten van de doelvennootschap in de voorafgaande twaalf maanden hebben verkregen. Bij koop van effecten tegen verschillende prijzen zal de overnameprijs de hoogste van de aankooprijzen zijn die is betaald in de twaalf maanden vóór het ontstaan van de wettelijke verplichting om een overnamebod uit te brengen;
 - 2) de gewogen gemiddelde prijs van het effect op de gereguleerde markt of op de multilaterale handelsfaciliteit met het grootste transactievolume van die effecten gedurende de laatste twaalf maanden. De gewogen gemiddelde prijs van het effect zal worden berekend op basis van de twaalf maanden voorafgaand aan het ontstaan van de wettelijke verplichting om een overnamebod uit te brengen;
 - 3) de waarde van het effect die wordt verkregen door de netto-activa van de doelvennootschap te delen door het aantal uitgegeven effecten. De

netto-activa worden berekend door van het totale bedrag aan activa van de doelvennootschap de passiva en de eigen effecten af te trekken. Indien de doelvennootschap beschikt over effecten met een verschillende nominale waarde worden ter berekening van de waarde van het effect de netto-activa gedeeld naar verhouding van het percentage dat elk effect met een verschillende nominale waarde vertegenwoordigt in het maatschappelijk kapitaal?

- 4) Indien de berekeningsmethode die in het nationale recht is vastgesteld met gebruikmaking van de beoordelingsmarge die artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod de lidstaten verleent, een hogere prijs oplevert dan de prijs berekend volgens artikel 5, lid 4, eerste alinea, is het dan in overeenstemming met de doelstelling van de richtlijn om steeds de hoogste prijs te kiezen?
- 5) Kan het nationale recht voor het geval dat een particulier schade ondervindt door de onjuiste toepassing van het recht van de Europese Unie, in een beperking van het herstel van die schade voorzien wanneer die beperking zowel wordt toegepast ten aanzien van schade die het gevolg is van de onjuiste toepassing van het nationale recht als ten aanzien van schade die wordt veroorzaakt door de onjuiste toepassing van het Unierecht?
- 6) Verlenen de op deze zaak toepasselijke bepalingen van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, rechten aan particulieren, dat wil zeggen, is voldaan aan dat vereiste voor aansprakelijkheid van de staat?

Aangevoerde bepalingen van Unierecht

Overweging 9, artikel 3, lid 1, artikel 5, lid 1 en lid 4, eerste en tweede alinea, en artikel 6 van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

International Financial Reporting Standard 10, punt 22, en bijlage B, B94 tot en met B96, bij verordening (EU) nr. 1254/2012 van de Commissie van 11 december 2012, houdende wijziging van verordening (EG) nr. 1126/2008 tot goedkeuring van bepaalde internationale standaarden voor jaarrekeningen overeenkomstig verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad met het oog op de invoering van International Financial Reporting Standard 10, International Financial Reporting Standard 11, International Financial Reporting Standard 12, International Accounting Standard 27 (2011), en International Accounting Standard 28 (2011).

Rechtspraak van het Hof

Arresten van het Hof van:

19 november 1991, ██████████ (C-6/90 en C-9/90, EU:C:1991:428);

30 september 2003, ██████████ (C-224/01, EU:C:2003:513);

28 juli 2016, ██████████ (C-168/15, EU:C:2016:602, punten 38 en 39);

20 juli 2017, ██████████ (C-206/16, EU:C:2017:572, punten 24 en 37);

4 oktober 2018, ██████████ (C-571/16, EU:C:2018:807, punt 125);

14 mei 2019, CCOO (C-55/18, EU:C:2019:402, punt 69);

29 juli 2019, Hochtief Solutions Magyarországi Fióktelepe (C-620/17, EU:C:2019:630, punten 42 en 47).

Aangevoerde bepalingen van nationaal recht

Finanšu instrumentu tirgus likums (wet betreffende de markt van financiële instrumenten). Artikel 5, artikel 66, lid 1, punt 1, en artikel 74, leden 1 en 2.

Konsolidēto gada pārskatu likums (wet betreffende de geconsolideerde jaarrekening), die op dit ogenblik niet van kracht is. Artikelen 14 en 21.

Valsts pārvaldes iestāžu nodarīto zaudējumu atlīdzināšanas likums (wet betreffende de vergoeding van schade veroorzaakt door de nationale autoriteiten). Artikel 13.

Korte uiteenzetting van de feiten en van het hoofdgeding

- 1 De verzoekende partij in eerste aanleg kocht effecten van de onderneming AS „Ventspils nafta”. Aangezien zij 93,24 % van de effecten met stemrecht in AS „Ventspils nafta” verwierf, was zij overeenkomstig artikel 66, lid 1, punt 1, van de wet betreffende de markt van financiële instrumenten (hierna „WMFI”) verplicht om een overnamebod uit te brengen op de resterende effecten van die onderneming. De verzoekende partij in eerste aanleg bezorgde de Finanšu un kapitāla tirgus komisija (commissie financiële en kapitaalmarkten; hierna, „commissie”) een prospectus betreffende het overnamebod van de effecten, waarin was opgenomen dat de overnameprijs van de effecten 3,12 EUR per effect bedroeg.
- 2 De commissie beriep zich op artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI en op de daarin vastgestelde berekeningswijze voor de netto-activa om de berekeningen van de

verzoekende partij in eerste aanleg af te wijzen. Bij besluit van 15 oktober 2015 gaf zij de verzoekende partij in eerste aanleg toestemming om een verplicht overnamebod van effecten uit te brengen tegen een prijs van 4,56 EUR per effect.

- 3 In het besluit wordt erop gewezen dat overeenkomstig artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI bij de publicatie van een dergelijk bod de prijs voor overname van een effect niet lager mag zijn dan de waarde van het effect, die wordt berekend door de netto-activa van de onderneming te delen door het aantal uitgegeven effecten. Artikel 74, lid 2, WMFI bepaalt dat de berekening gebeurt op basis van de geconsolideerde jaarrekening van de doelvennootschap. [Volgens het besluit] is de door verzoekende partij in eerste aanleg gemaakte berekening van de prijs per effect niet juist. Bij die berekening werden de deelnemingen in dochterondernemingen van de doelvennootschap immers als passiva beschouwd, terwijl deze boekhoudkundige post bij het eigen vermogen moet worden ingedeeld.
- 4 Verzoekende partij in eerste aanleg verzocht de Administratīvā apgabaltiesa (bestuursrechter) om het besluit van de commissie onwettig te verklaren en om vergoeding van de geleden schade te gelasten.
- 5 Verzoekende partij in eerste aanleg wijst erop dat artikel 74 WMFI tot doel heeft om billijke en met de marktsituatie overeenstemmende methoden te bepalen voor de berekening van de overnameprijs van een effect. Daarom dient bij de berekening van de prijs van een effect rekening te worden gehouden met het totale bedrag aan actiefbestanddelen van de doelvennootschap. De minderheidsdeelnemingen bevinden zich aan de passiefzijde [van de jaarrekening], als een aparte post van het eigen vermogen, waarbij het deel van de dochterondernemingen dat niet aan de moedermaatschappij kan worden toegerekend, afzonderlijk wordt vermeld. De belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) zijn noch activa noch passiva, maar vormen een afzonderlijke passiefpost die overeenkomstig de International Financial Reporting Standards moet worden opgevoerd om investeerders niet te misleiden wat de omvang van de reële activa van de vennootschap betreft. De Poolse, de Estse en de Litouwse regelgeving bevestigen dit standpunt. De wijze die de commissie toepast om de prijs van een effect vast te stellen, drijft de prijs ervan ten onrechte op. De verzoekende partij in eerste aanleg heeft hierdoor schade geleden ter hoogte van het verschil tussen de prijs van het effect zoals vastgesteld door de commissie en de prijs waartegen de effecten volgens de verzoekende partij in eerste aanleg werkelijk dienden te worden overgenomen.
- 6 De commissie wees er in haar processtukken op dat het verzoek om de volgende redenen ongegrond was.
- 7 International Financial Reporting Standard 10, die is opgenomen in verordening nr. 1254/2012, stelt de principes vast om de geconsolideerde jaarrekening op te stellen van vennootschappen die zeggenschap hebben over een of meer andere vennootschappen. Punt 22 van deze standaard geeft gewoon aan dat in het

geconsolideerde overzicht van de financiële positie naast de belangen met overheersende zeggenschap ook de belangen zonder overheersende zeggenschap als onderdeel van het „eigen vermogen” [of de eigen middelen] dienen te worden opgenomen. De International Financial Reporting Standards bepalen niet hoe de waarde van de belangen met overheersende zeggenschap of van die zonder overheersende zeggenschap in het eigen vermogen [de eigen middelen] moet worden berekend. De commissie heeft gehandeld overeenkomstig de Letse wetgeving en er is dus geen aanleiding om de schade te vergoeden.

- 8 Bij zijn vonnis wees de Administratīvā apgabaltiesa het verzoek gedeeltelijk toe. Hij verklaarde het bestreden besluit onwettig en veroordeelde de commissie ertoe om 50 % van de geleden schade te vergoeden. Het vonnis is gebaseerd op de volgende overwegingen.
- 9 In artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI zijn de methoden vastgelegd om de prijs van het effect te bepalen. Daarin worden de begrippen „totaalbedrag van de actiefbestanddelen” en „netto-activa” gebruikt, die in de WMFI echter niet gedefinieerd worden.
- 10 Na onderzoek van de ontstaansgeschiedenis van artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI rijst er twijfel of de bewoordingen van die bepaling wel in overeenstemming zijn met de doelstelling ervan. Bij de uitvoering van de wijzigingen die strekken tot bepaling van de prijs van het effect met rechtstreeks gebruik van de gegevens inzake de geconsolideerde jaarrekening, werd niet gediscussieerd over de invloed van deze regelgeving op artikel 74, lid 1, punt 3. Het kan niet worden vastgesteld dat de wetgever doelbewust heeft bepaald dat bij de berekening van de prijs van het effect de netto-activa ook de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) moeten omvatten.
- 11 Rekening houdend met het bepaalde in richtlijn 2004/25/EG moet worden geconcludeerd dat de lidstaten de bevoegde autoriteit kunnen machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de vastgestelde prijs te verhogen of te verlagen. Op grond van die richtlijn dient de overnameprijs van de effecten normaal gezien bepaald te worden overeenkomstig artikel 74, lid 1, punt 1, WMFI. De methoden bedoeld in de punten 2 en 3 zouden enkel kunnen worden gebruikt als er zich uitzonderlijke omstandigheden voordoen. Artikel 74, lid 1, WMFI is echter niet aldus geformuleerd dat de in de punten 2 en 3 beschreven methoden enkel in uitzonderlijke omstandigheden mogen worden toegepast. Het feit dat Letland slechts een gering aantal effectentransacties kent en dat er situaties kunnen zijn waarin, in een periode van 12 maanden, geen enkele verkoop van effecten van de vennootschap in kwestie plaatsvindt, kan echter als een uitzonderlijke omstandigheid worden aangemerkt.
- 12 Hoewel richtlijn 2004/25/EG ertoe strekt de belangen van de minderheidsaandeelhouders te beschermen, betekent dit niet noodzakelijkerwijs dat de prijs van de effecten de hoogste prijs moet zijn. De prijs van een effect

moet worden berekend op basis van objectieve evaluatiecriteria en mag niet op artificiële wijze worden opgedreven.

- 13 Vastgesteld moet worden dat de formulering van artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI te vaag is en niet strookt met het doel van de in dat artikel opgenomen norm: de bepaling dat de belangen zonder overheersende zeggenschap ook in de netto-activa moeten worden opgenomen, is in strijd met de doelstelling die deze bepaling nastreeft. Daarom is het nodig een teleologische reductie uit te voeren en de bewoordingen van de norm aldus te verbeteren dat de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) geen deel uitmaken van de netto-activa.
- 14 Het onderzoek van de vordering van de verzoekende partij in eerste aanleg dat de door haar geleden materiële schade wordt vergoed overeenkomstig artikel 13, lid 3, van de wet betreffende het herstel van schade veroorzaakt door de nationale autoriteiten, leidt tot de vaststelling dat er weliswaar omstandigheden bestaan die een beperking van het berekende schadebedrag rechtvaardigen, maar dat er geen omstandigheden zijn die billijken dat dit bedrag tot meer dan 50 % wordt beperkt. Daarom is de commissie verplicht om de verzoekende partij in eerste aanleg schadeloos te stellen ten belope van 50 % van het bedrag van die schade.

Argumenten van partijen in het hoofdgeding

- 15 De **commissie** voert aan dat het vonnis niet gemotiveerd is en vecht het in zijn geheel aan. Volgens haar kunnen over de draagwijdte van een bepaling, en meer bepaald over de vraag of die tegenstrijdig is met de bewoordingen van artikel 74 WMFI, geen conclusies worden getrokken uit het enkele feit dat hierover in de Saeima (het parlement) geen debat is gevoerd. In dit geval kan niet worden vastgesteld dat het gerechtvaardigd is om aan jurisprudentiële rechtsontwikkeling te doen, meer bepaald een teleologische reductie van artikel 74, lid 1, punt 3, en lid 2, door te voeren, aangezien de inhoud van dit specifieke lid kan worden verduidelijkt door deze norm zo uit te leggen dat de normen onderling consistent zijn en in overeenstemming met de wil van de wetgever.
- 16 De commissie voert tevens aan dat de Administratīvā apgabaltiesa aan artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI een uitlegging geeft die strijdig is met de doelstelling van richtlijn 2004/25/EG. De belangrijkste doelstelling van deze richtlijn is om de belangen van de minderheidsaandeelhouders te beschermen bij de bepaling van de eenheidsprijs van de over te nemen effecten. Artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI vereist, in overeenstemming met de doelstelling van deze richtlijn, dat voor de berekening van de eenheidsprijs van de over te nemen effecten de minderheidsdeelnemingen deel uitmaken van de netto-activa. In dit geval is als gevolg van de teleologische reductie aan artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI een uitlegging gegeven die indruist tegen de doelstelling van richtlijn 2004/25/EG.
- 17 De commissie verwerpt de kritiek dat zij de eenheidsprijs van de over te nemen effecten „op artificiële wijze heeft verhoogd”. Zij heeft immers bij de

prijsberekening van het effect ook rekening gehouden met de minderheidsdeelnemingen van AS „Ventspils nafta” in de dochterondernemingen, en heeft zo de doelstelling van richtlijn 2004/25/EG bereikt. Zij heeft de prijs van het effect berekend volgens „objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast” (artikel 5, lid 4, tweede alinea, *in fine*, van de richtlijn). Het evenwicht tussen de belangen dat de Administratīvā apgabaltiesa nastreeft, geldt niet altijd, in het bijzonder niet wanneer de dochterondernemingen van de doelvennootschap met verlies werken, zonder winst te boeken. De prijs van het effect zoals die door de commissie is berekend, is objectief, billijk en in alle omstandigheden geldig.

- 18 De **verzoekende partij in eerste aanleg** komt op tegen het vonnis voor zover daarbij haar aanspraak op herstel van de geleden schade wordt afgewezen. Zij voert aan dat uit artikel 13, lid 3, punt 3, van de wet betreffende het herstel van schade veroorzaakt door de nationale autoriteiten voortvloeit dat het mogelijk is om het totale schadebedrag te vergoeden en dat de vermindering van de schadevergoeding slechts een mogelijkheid is waarover de rechter beschikt en geen verplichting. Wanneer wordt aanvaard dat de rechters in gevallen waarin het gaat om een dergelijk hoog schadebedrag, zonder dat er zich bijzondere objectieve omstandigheden voordoen, het bedrag van de schadevergoeding automatisch beperken tot 50 % van het bedrag van de geleden schade, dan kan dit ertoe leiden dat nationale regelgevende instanties zich niet op een voldoende ernstige wijze buigen over vragen inzake de uitlegging van regels die geen eenduidig antwoord kennen.

Korte uiteenzetting van de motivering van de verwijzingsbeslissing

- 19 In het onderhavige geval is het de vraag of de commissie op correcte wijze artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI heeft toegepast, toen ze bij de berekening van de prijs van het effect de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) heeft toegevoegd aan de netto-activa. Die problematiek hangt overigens samen met de uitlegging van de bepalingen van richtlijn 2004/25. De Senāts heeft om de volgende redenen twijfels over die uitlegging.
- 20 Volgens vaste rechtspraak van het Hof moeten bij de toepassing van het nationale recht de nationale rechterlijke instanties die dit recht dienen uit te leggen, rekening houden met alle regels ervan en de daarin erkende uitleggingsmethoden toepassen teneinde dit recht zo veel mogelijk uit te leggen tegen de achtergrond van de bewoordingen en het doel van de betrokken richtlijn om het met deze richtlijn beoogde resultaat te bereiken en aldus aan artikel 288, derde alinea, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie te voldoen (zie bijvoorbeeld het arrest CCOO, C-55/18, punt 69 en aldaar aangehaalde rechtspraak). Om artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI correct uit te leggen is het dus nodig te verduidelijken of de berekeningsmethode van de effectprijs die in die bepaling is vastgelegd, beschouwd dient te worden als een methode om billijke prijzen vast te leggen in de zin van richtlijn 2004/25.

- 21 Zoals blijkt uit overweging 9 van richtlijn 2004/25 heeft deze richtlijn als doel de belangen te beschermen van houders van effecten van vennootschappen met een minderheidsbelang in geval van het verkrijgen van de zeggenschap over haar ondernemingen (arrest Marco Tronchetti Provera e.a., C-206/16, punt 24). Het opnemen van de minderheidsbelangen (zonder overheersende zeggenschap) in de netto-activa gebeurt zonder twijfel in het belang van de minderheidsaandeelhouders, maar het is toch twijfelachtig dat het vaststellen van een dergelijke hoge prijs een „billijke prijs” kan vormen in de zin van richtlijn 2004/25, en tevens valt het te betwijfelen of dit resultaat overeenstemt met het doel van deze richtlijn.
- 22 Het Hof heeft aangegeven dat artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25 de lidstaten een beoordelingsmarge verleent om de omstandigheden vast te stellen waaronder de toezichthoudende autoriteiten de billijke prijs kunnen wijzigen, op voorwaarde evenwel dat die omstandigheden welomlijnd zijn (arrest ██████████ punt 37).
- 23 Het is dan ook nodig om op te helderen of de berekeningsmethode van de netto-activa zoals beschreven in artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI duidelijk omschreven is, rekening houdend met het feit dat de begrippen totaal bedrag van de bestanddelen van het actief en netto-activa die in dat punt worden gebruikt, daar niet gedefinieerd worden, noch in de rest van de tekst van de WMFI.
- 24 De commissie heeft het begrip „netto-activa” gekoppeld aan de geconsolideerde jaarrekening, en verwijst dus naar verordening nr. 1254/2012 van de Commissie.
- 25 De Administratīvā apgabaltiesa daarentegen heeft het ontstaan van de norm in kwestie onderzocht en besluit dat de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) aanvankelijk geen deel uitmaakten van de post eigen middelen van de geconsolideerde jaarrekening. Het mag dus niet worden aangenomen dat de wetgever, hoewel deze de draagwijdte van de bepaling heeft gewijzigd, het resultaat zou hebben bestudeerd van de toepassing van de norm in die gevallen waarin gegevens uit de geconsolideerde jaarrekening worden gebruikt en dat hij doelbewust zou hebben bepaald dat de netto-activa ook de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) bevatten bij het berekenen van de prijs van het effect. Daaruit leidt die rechter af dat het bovenstaande het mogelijk maakt om de overeenstemming van de tekst van de norm met het doel ervan ter discussie te stellen en dat het definiëren van het begrip „netto-activa” vereist dat er een jurisprudentiële rechtsontwikkeling gebeurt door middel van een teleologische reductie. In de veronderstelling van een teleologische reductie betekent dit dat diegene die een norm moet toepassen, de werkingssfeer ervan moet beperken (zo veel als mogelijk) zonder de letterlijke betekenis van de in de norm gebruikte terminologie in acht te nemen en een restrictieve bepaling te creëren. In dit geval verklaarde de Administratīvā apgabaltiesa dat hij geen rekening hoefde te houden met de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) en dat hij tot die conclusie kon komen via een teleologische reductie.

- 26 De noodzaak om een jurisprudentiële rechtsontwikkeling uit te voeren en teleologische reductie te gebruiken om de werkelijke inhoud van een bepaling te verduidelijken, veronderstelt, wanneer men een correcte uitlegging van de norm beoogt, dat een complexe juridische beoordeling noodzakelijk is, waarvoor diepgaande juridische kennis is vereist. In deze omstandigheden heeft de Senāts twijfels over het feit of artikel 74, lid 1, punt 3, en lid 2, WMFI, die bepalen dat de netto-activa berekend worden door de eigen effecten en de passiva af te trekken van het totaal bedrag aan activabestanddelen van de doelvennootschap zonder duidelijk aan te geven of de netto-activa bij de berekening van de prijs van het effect ook de belangen zonder overheersende zeggenschap (minderheidsbelangen) moeten bevatten, in strijd is met artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25, dat het mogelijk maakt de prijs aan te passen onder welomlijnde omstandigheden.
- 27 Er moet worden opgemerkt dat overeenkomstig artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25, [„]op voorwaarde dat de algemene beginselen waarnaar artikel 3, lid 1 verwijst, worden nageleefd, [...] de lidstaten een lijst [mogen] opstellen van de omstandigheden waaronder de hoogste prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld [...] wanneer [...] de marktprijzen in het algemeen of [...] bepaalde marktprijzen in het bijzonder door uitzonderlijke gebeurtenissen zijn beïnvloed [”].
- 28 In het vonnis van de Administratīvā apgabaltiesa wordt erop gewezen dat overeenkomstig richtlijn 2004/25 moet worden aangenomen dat artikel 74, lid 1, punt 1, WMFI de hoofdmethode vormt om de prijs van het effect vast te stellen en dat de methoden die in artikel 74, lid 1, punten 2 en 3, WMFI beschreven worden, enkel mogen worden gebruikt in gevallen waarin er sprake is van uitzonderlijke gebeurtenissen. Na onderzoek van artikel 74, lid 1, WMFI besluit de Administratīvā apgabaltiesa dat dit lid niet zó is geschreven dat zou kunnen worden aangenomen dat de in leden 2 en 3 voorziene methoden uitsluitend in uitzonderlijke omstandigheden kunnen worden gebruikt. Daarentegen is volgens die rechter de effectenmarkt in Letland erg klein en kan dit beperkte volume aan transacties als een uitzonderlijke gebeurtenis worden beschouwd.
- 29 De Senāts betwijfelt dat de berekeningsmethode van het effect in artikel 74, lid 1, punt 3, WMFI uitsluitend van toepassing is op gevallen waarin er sprake is van „uitzonderlijke gebeurtenissen”, in de zin van artikel 5, lid 4, tweede alinea, van richtlijn 2004/25. De Senāts betwijfelt ook of het geringe volume aan transacties in de aandelenmarkt van Letland beschouwd kan worden als een uitzonderlijke gebeurtenis in de zin van richtlijn 2004/25.
- 30 De Senāts vraagt zich ook af of de bepaling in artikel 13, lid 3, punt 3, van de wet betreffende het herstel van schade veroorzaakt door de nationale autoriteiten, volgens hetwelk de schadeloosstelling lager kan zijn dan 50 % van het schadebedrag, wanneer dat meer bedraagt dan 1 422 872 EUR, verenigbaar is met de fundamentele regels en beginselen van het recht van de Europese Unie, alsook met de arresten van het Hof met betrekking tot de aansprakelijkheid van de

lidstaten (bijvoorbeeld de arresten ██████████ C-6/90 en C-9/20, en ██████████ C-224/01). Hoewel de vermindering waarin deze bepaling voorziet zowel slaat op schade die verband houdt met het recht van de Europese Unie als op schade die verband houdt met het nationale recht (bijvoorbeeld het arrest ██████████ C-168/15, punten 38 en 39), geeft het feit dat de vergoeding, rekening houdend met de mogelijke invloed van de schadevergoeding op de begroting van de staat, beperkt kan worden met 50 % in dit geval aanleiding tot twijfel over de naleving van het doeltreffendheidsbeginsel (zie bijvoorbeeld het arrest ██████████ C-571/16, punt 125). Dit is te wijten aan het feit dat er bij de berekening van de vermindering van de schadevergoeding geen enkele grens geldt wanneer het schadebedrag hoger is dan 1 422 872 EUR [wat de vermindering van de vergoeding van de schade betreft, past het ook het arrest Hochtief Solutions Magyországi Fióktelepe, C-620/17, te citeren waarin het Hof heeft verklaard dat het onmogelijk is om schadevergoeding te krijgen indien de kosten die een partij als gevolg van een beslissing heeft gemaakt op algemene wijze worden uitgesloten (zie daarvoor punt 47 van het arrest in kwestie)].

- 31 In het licht van de feitelijke omstandigheden van deze zaak betwijfelt de Senāts ook of alle voorwaarden om te kunnen besluiten tot overheidsaansprakelijkheid, zoals die naar voren komen in de rechtspraak van het Hof, zijn vervuld (zie daarvoor bijvoorbeeld het arrest Hochtief Solutions Magyországi Fióktelepe, C-620/17, punt 35). Hij betwijfelt met name of in dit geval de toepasselijke regels van richtlijn 2004/25 wel rechten toekennen aan particulieren. Tevens twijfelt hij eraan of het feit dat in dit geval geen grove nalatigheid of opzet van de commissie is vastgesteld, een relevante omstandigheid vormt waardoor de aansprakelijkheid van de lidstaat in elk geval zou worden uitgesloten (zie daarvoor punt 42 van voormeld arrest).
- 32 Samenvattend zet de Senāts vraagtekens bij de uitlegging van artikel 5, lid 4, van richtlijn 2004/25 (in verband met de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, van deze richtlijn), alsook bij de beperking van de verplichting tot vergoeding van de schade en de vastgestelde vergoeding.