



## Sbírka soudních rozhodnutí

ROZSUDEK SOUDNÍHO DVORA (druhého senátu)

19. prosince 2013\*

„Řízení o předběžné otázce — Právo podniků — Druhá směrnice 77/91/EHS — Odpovědnost akciové společnosti za porušení informačních povinností — Nepřesnost údajů uvedených v prospektu — Rozsah odpovědnosti — Právní úprava členského státu stanovící vrácení ceny, kterou nabyvatel zaplatil za nabytí akcií“

Ve věci C-174/12,

jejímž předmětem je žádost o rozhodnutí o předběžné otázce na základě článku 267 SFEU, podaná rozhodnutím Handelsgericht Wien (Rakousko) ze dne 26. března 2012, došlým Soudnímu dvoru dne 12. dubna 2012, v řízení

**Alfred Hirmann**

proti

**Immofinanz AG,**

za přítomnosti:

**Aviso Zeta AG**

SOUDNÍ DVŮR (druhý senát),

ve složení R. Silva de Lapuerta, předsedkyně senátu, J. L. da Cruz Vilaça (zpravodaj), G. Arestis, J.-C. Bonichot a A. Arabadžev, soudci,

generální advokátka: E. Sharpston,

vedoucí soudní kanceláře: K. Malacek, rada,

s přihlédnutím k písemné části řízení a po jednání konaném dne 17. dubna 2013,

s ohledem na vyjádření předložená:

- za A. Hirmanna S. Ganahlem a J. Moyalem, Rechtsanwälte,
- za Immofinanz AG A. Zahradnikem a B. Riederem, Rechtsanwälte,
- za Aviso Zeta AG A. Jankem, Rechtsanwalt,
- za rakouskou vládu A. Poschem, jako zmocněncem,

\* Jednací jazyk: němčina.

— za portugalskou vládu L. Inez Fernandesem a D. Tavaresem, jako zmocněnci,  
— za Evropskou komisi G. Braunem a R. Vasilevou, jako zmocněnci,  
po vyslechnutí stanoviska generální advokátky na jednání konaném dne 12. září 2013,  
vydává tento

### **Rozsudek**

- 1 Žádost o rozhodnutí o předběžné otázce se týká výkladu:
  - článků 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice Rady 77/91/EHS ze dne 13. prosince 1976 o koordinaci ochranných opatření, která jsou na ochranu zájmů společníků a třetích osob vyžadována v členských státech od společností ve smyslu článku [48 druhého pododstavce ES] při zakládání akciových společností a při udržování a změně jejich základního kapitálu, za účelem dosažení rovnocennosti těchto opatření (Úř. věst. 1977, L 26, s. 1; Zvl. vyd. 17/01, s. 8), ve znění směrnice Rady 92/101/EHS ze dne 23. listopadu 1992 (Úř. věst. L 347, s. 64, dále jen „druhá směrnice“),
  - článku 14 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu) (Úř. věst. L 96, s. 16; Zvl. vyd. 06/04, s. 367, dále jen „směrnice ,o zneužívání trhu“),
  - článků 6 a 25 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES (Úř. věst. L 345, s. 64, dále jen „směrnice ,o prospektu“),
  - článků 7, 17 a 28 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES (Úř. věst. L 390, s. 38, dále jen „směrnice ,o požadavcích na transparentnost“),
  - článků 12 a 13 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/101/ES ze dne 16. září 2009 o koordinaci ochranných opatření, která jsou na ochranu zájmů společníků a třetích osob vyžadována v členských státech od společností ve smyslu článku [48 druhého pododstavce ES], za účelem dosažení rovnocennosti těchto opatření (Úř. věst. L 258, s. 11).
- 2 Tato žádost byla předložena v rámci sporu mezi A. Hirmanem a společností Immofinanz AG (dále jen „Immofinanz“) v otázce návrhu na zrušení nákupu akcií poslední uvedené společnosti.

### **Právní rámec**

#### *Unijní právo*

- 3 Čtvrtý bod odůvodnění druhé směrnice zní následovně:

„vzhledem k tomu, že Společenství by mělo přijmout předpisy na udržení základního kapitálu, které představuje záruku pro věřitele, zejména zákazem neoprávněného rozdělování akcionářům a omezením možnosti společnosti nabývat vlastní akcie.“

4 Články 12, 15, 16, 18 až 20 a 42 druhé směrnice stanoví:

*„Článek 12*

Nestanoví-li ustanovení o snížení upsaného základního kapitálu jinak, nemohou být akcionáři osvobozeni od povinnosti splatit svůj vklad.

[...]

*Článek 15*

1.

a) S výjimkou případů snížení upsaného základního kapitálu nesmí dojít k rozdělení akcionářům, pokud se ke dni skončení posledního účetního období čisté obchodní jmění vyplývající z roční účetní závěrky společnosti nebo čisté obchodní jmění po tomto rozdělení sníží pod výši upsaného základního kapitálu zvýšenou o rezervy, které nelze podle právních předpisů nebo stanov rozdělit.  
[...]

d) Výraz ‚rozdělení‘ použitý v písmenech a) a c) zahrnuje zejména výplatu dividend a úroků spojených s akciemi.

[...]

*Článek 16*

Jakékoli rozdělení, které není v souladu s článkem 15, musí akcionáři, kteří jej obdrželi, vrátit, pokud společnost prokáže, že tito akcionáři o vadnosti rozdělení v jejich prospěch věděli anebo vzhledem k okolnostem měli vědět.

[...]

*Článek 18*

1. Společnost nesmí upisovat vlastní akcie.

[...]

*Článek 19*

1. Umožňují-li právní předpisy členského státu, aby společnost nabývala vlastní akcie samostatně nebo prostřednictvím osoby jednající vlastním jménem, avšak na účet této společnosti, podřídí toto nabývání alespoň těmto podmínkám:

a) povolení k nabytí je uděleno valnou hromadou, která stanoví podrobnosti zamýšleného nabytí, zejména nejvyšší množství akcií, které může společnost nabýt, dobu, na kterou je povolení uděleno a která nesmí být delší než osmnáct měsíců, a při nabytí za úplatu rovněž nejvyšší a nejnižší protihodnoty. [...]

[...]

## Článek 20

1. členské státy mohou vyloučit použití článku 19 na:

[...]

d) akcie nabyté na základě právní povinnosti nebo v důsledku soudního rozhodnutí [...]

[...]

## Článek 42

Pro účely uplatňování této směrnice zajistí právní předpisy členských států rovné zacházení všem akcionářům ve stejném postavení.“

5 Článek 14 odst. 1 směrnice „o zneužívání trhu“ stanoví:

„Aniž je dotčeno právo členského státu ukládat tresty, zajišťují členské státy v souladu se svými vnitrostátními právními předpisy, aby mohla být přijata vhodná správní opatření nebo ukládány správní sankce proti osobám odpovědným za porušení opatření přijatých k provedení této směrnice. Členské státy zajistí, aby tato opatření byla účinná, přiměřená a odrazující. [...]“

6 Podle bodu 10 odůvodnění „směrnice o prospektu“ je jejím cílem zajistit ochranu investorů a efektivnost trhů.

7 Články 6 a 25 odst. 1 uvedené směrnice zní následovně:

### „Článek 6

#### Odpovědnost spojená s prospektem

1. Členské státy zajistí, aby odpovědnost za údaje uvedené v prospektu nesl alespoň emitent nebo jeho správní, řídicí či dozorové orgány, předkladatel nabídky nebo osoba, která žádá o přijetí k obchodování na regulovaném trhu, nebo ručitel. Odpovědné osoby jsou jasně určeny v prospektu jménem a funkcí nebo v případě právnických osob jménem a sídlem; prospekt musí rovněž obsahovat jejich prohlášení, že podle jejich nejlepšího vědomí jsou údaje obsažené v prospektu správné a že v něm nebyly zamlčeny žádné skutečnosti, které by mohly změnit význam prospektu.

[...]

### Článek 25

#### Sankce

1. Aniž je dotčeno právo členských států ukládat trestní sankce a aniž je dotčen jejich systém občanskoprávní odpovědnosti, zajistí členské státy v souladu se svými vnitrostátními právními předpisy, aby bylo možné přijmout vhodná správní opatření nebo uplatnit správní sankce vůči odpovědným osobám v případě, že nebudou dodrženy předpisy přijaté k provedení této směrnice. Členské státy zajistí, aby tato opatření byla účinná, přiměřená a odrazující.

[...]“

- 8 Článek 7, čl. 17 odst. 1 a čl. 28 odst. 1 „směrnice o požadavcích na transparentnost“ zní takto:

*„Článek 7*

*Odpovědnost*

Členské státy zajistí, aby odpovědnost za informace, které mají být vypracovány a zveřejněny v souladu s články 4, 5, 6 a 16, nesl alespoň emitent nebo jeho správní, řídicí či dozorčí orgány, a aby se jejich právní a správní předpisy týkající se odpovědnosti vztahovaly na emitenty, výše uvedené orgány nebo osoby odpovědné v rámci emitentů.

[...]

*Článek 17*

Informační požadavky na emitenty, jejichž akcie jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu

1. Emitent akcií přijatých k obchodování na regulovaném trhu zajistí rovné zacházení se všemi držiteli akcií, kteří jsou ve stejném postavení.

[...]

*Článek 28*

*Sankce*

1. Aniž je dotčeno právo členského státu ukládat tresty, zajišťují členské státy v souladu se svými vnitrostátními právními předpisy, aby mohla být přijata vhodná správní opatření nebo ukládány správní sankce proti osobám odpovědným za porušení opatření přijatých k provedení této směrnice. Členské státy zajistí, aby tato opatření byla účinná, přiměřená a odrazující.

[...]“

- 9 Podle bodu 10 odůvodnění směrnice 2009/101 je za účelem zajištění právní jistoty ve vztazích mezi společnostmi a třetími osobami a stejně tak mezi společníky nezbytné omezit případy neplatnosti a zpětného účinku prohlášení neplatnosti a stanovit krátkou lhůtu pro námitky třetích osob proti tomuto prohlášení.
- 10 Ustanovení článku 12 uvedené směrnice stanoví:

„Právní předpisy členských států mohou upravovat režim neplatnosti společností pouze za následujících podmínek:

- a) neplatnost musí být stanovena soudním rozhodnutím;
- b) o neplatnosti lze rozhodnout pouze v případech uvedených v bodech i) až vi):

[...]

Kromě těchto případů neplatnosti nepodléhá společnost žádnému důvodu neexistence, absolutní neplatnosti, relativní neplatnosti nebo prohlášení za neplatnou.“

11 Článek 13 stejné směrnice stanoví:

„1. Možnost dovolat se soudního rozhodnutí o neplatnosti vůči třetím osobám se řídí článkem 3. Námitka proti rozhodnutí příslušející třetí osobě, pokud je stanovena ve vnitrostátních právních předpisech, je přípustná pouze ve lhůtě šesti měsíců ode dne vyhlášení soudního rozhodnutí.

2. Neplatnost vede k likvidaci společnosti tak, jako je tomu u zrušení.

3. Aniž jsou dotčeny důsledky likvidace společnosti, zůstává platnost závazků společnosti nebo závazků přijatých vůči ní neplatností nedotčena.

4. Právní předpisy každého členského státu mohou upravit důsledky neplatnosti mezi společníky.

5. Majitelé podílů nebo akcií jsou i nadále povinni splatit upsaný a nesplacený základní kapitál v té míře, v jaké to vyžadují závazky přijaté vůči věřitelům.“

#### *Rakouská právní úprava*

12 Ustanovení § 5 zákona o kapitálovém trhu (Kapitalmarktgesetz) ze dne 6. prosince 1991 (BGBl. 625/1991), stanoví:

„(1) Dojde-li k nabídce, ke které se povinně vydává prospekt, bez předchozího zveřejnění prospektu nebo údajů podle § 6, mohou tak investoři, kteří jsou spotřebiteli ve smyslu § 1 odst. 1 druhého pododstavce zákona o ochraně spotřebitele (Konsumentenschutzgesetz) zrušit svou nabídku nebo odstoupit od smlouvy.

[...]

(4) Právo na zrušení nebo odstoupení podle odst. 1 zaniká uplynutím týdne po dni, ve kterém byly prospekt nebo údaje podle § 6 zveřejněny.“

13 Ustanovení § 6 odst. 2 uvedeného zákona stanoví:

„Investoři, kteří již přislíbili nabytí nebo upsání cenných papírů nebo investic poté, co vyšla najevo skutečnost, chyba nebo nepřesnost ve smyslu odstavce 1, avšak před zveřejněním příslušného dodatku, mají právo své přisliby odvolat ve lhůtě dvou pracovních dnů po zveřejnění dodatku. Ustanovení § 5 se použije obdobně. Jedná-li se však u investorů o spotřebitele ve smyslu § 1 odst. 1 druhého pododstavce [zákonu o ochraně spotřebitele], je rovněž třeba použít lhůtu uvedenou v § 5 odst. 4.“

14 Ustanovení § 11 odst. 1 a 6 zákona o kapitálovém trhu zní následovně:

„(1) U každého investora nese odpovědnost za škodu, která mu vznikla v důsledku důvěry v údaje uvedené v prospektu nebo jiné údaje nezbytné podle tohoto spolkového zákona (§ 6), které jsou relevantní pro hodnocení cenných papírů nebo investice,

1. emitent za chybné nebo neúplné údaje, ke kterým došlo jeho vlastním zaviněním nebo zaviněním jeho pracovníků nebo jiných osob, jejichž činnost přispěla k vypracování prospektu,

[...]

(6) Míra odpovědnosti vůči každému jednotlivému investorovi je, pokud jednání působící újmu není úmyslné, omezena kupní cenou, kterou investor zaplatil, včetně výdajů a úroků od zaplacení kupní ceny. [...]"

- 15 Ustanovení § 52 zákona o akciových společnostech (Aktiengesetz) ze dne 6. září 1965 (BGBl. I, 98/1965, s. 1089) ve znění zákona ze dne 22. září 2005 (BGBl. I, 2005, s. 2802) stanoví:

„Vklady se akcionářům nevrací; po dobu existence společnosti mají akcionáři nárok pouze na účetní zisk, nestanoví-li zákon či stanovy jinak. Za vrácení vkladů se nepovažuje vyplacení kupní ceny při zákonném nabytí vlastních akcií (§ 65 a § 66).“

### **Spor v původním řízení a předběžné otázky**

- 16 Dne 7. ledna 2005 nakoupil A. Hirmann akcie společnosti Immofinanz v hodnotě 10 013,75 eur. K nákupu došlo prostřednictvím finanční společnosti Aviso Zeta AG (dále jen „Aviso Zeta“) na sekundárním trhu, a nikoli v rámci navýšení základního kapitálu. Nabyvatel zaplatil společnosti Aviso Zeta kupní cenu a na tomto základě byly akcie jménem A. Hirmanna uloženy do úschovy na účtu u této společnosti.
- 17 Ve sporu v původním řízení A. Hirmann viní společnost Immofinanz z toho, že postupovala v rozporu se zákonem za účelem podpořit kurz svých akcií. Za účelem manipulace trhu totiž tyto akcie skupovala prostřednictvím dceřiných společností skupiny Aviso Zeta, která ovládá i společnost Immofinanz.
- 18 Alfred Hirmann dále tvrdí, že akcie nabyt na základě prospektu společnosti Immofinanz týkajícího se kapitálového trhu aktuálního v oné době. Tato společnost totiž podle něj v tomto prospektu uváděla, že nabytí jejích akcií je jistou investicí bez rizika. Uvedený prospekt však podle něj obsahoval neúplné, nepravdivé či zavádějící informace. Proti bývalým členům vedení společnosti Immofinanz bylo z toho důvodu zahájeno trestní stíhání a s tím související řízení dosud probíhají.
- 19 Za těchto podmínek se A. Hirmann domáhal, aby předkládající soud zrušil smlouvu o nabytí akcií s náhradou újmy včetně úroků z prodlení. Za tímto účelem konkrétně navrhoval, aby společnosti Immofinanz byla výměnou za převod těchto akcií zpět na tuto společnost uložena náhrada částky odpovídající původní ceně zaplacené za nabytí akcií navýšená o úroky.
- 20 Podle společnosti Immofinanz tento návrh odporuje kogentním zásadám vnitrostátního a unijního práva týkajícím se akciových společností, a to konkrétně pokud jde o požadavek na udržování jejich kapitálu. Založení odpovědnosti této společnosti vůči A. Hirmannovi by podle ní znamenalo, že by byl jednotlivý akcionář chráněn na úkor všech ostatních akcionářů a rovněž jejich věřitelů.
- 21 Vzhledem k tomu, že Handelsgericht Wien měl za to, že řešení sporu, který mu byl předložen, vyžaduje výklad unijního práva, rozhodl se přerušit řízení a položit Soudnímu dvoru následující předběžné otázky:

„1) Je vnitrostátní právní úprava, která stanoví odpovědnost akciové společnosti jakožto emitenta vůči nabyvateli akcií z důvodu porušení informačních povinností uložených právními předpisy o kapitálovém trhu na základě následujících ustanovení obsažených v

- článcích 6 a 25 [směrnice o prospektu];
- článcích 7, 17 a 28 [směrnice o požadavcích na transparentnost] a
- článku 14 [směrnice o zneužívání trhu],

slučitelná s články 12, 15, 16, 19 a 42 [druhé směrnice o obchodních společnostech] v pozměněném znění?

- 2) Musejí být ustanovení článků 12, 15, 16 a zejména článků 18 a 19, jakož i článku 42 [druhé směrnice] v platném znění vykládána v tom smyslu, že brání vnitrostátní právní úpravě, která stanoví, že akciová společnost musí vzhledem k odpovědnosti [zminěné v otázce 1] uhradit nabyvateli [akcií] cenu, za kterou nabyl akcie, a nabyté akcie odkoupit zpět?
- 3) Musejí být ustanovení článků 12, 15, 16, 18, 19 a 42 [druhé směrnice] vykládána v tom smyslu, že taková odpovědnost akciové společnosti [uvedená v otázce 1]
  - může zahrnovat rovněž vázaný majetek akciové společnosti (upsaný základní kapitál a rezervy ve smyslu čl. 15 odst. 1 písm. a) uvedené směrnice), popřípadě
  - může existovat rovněž tehdy, pokud může mít za následek platební neschopnost akciové společnosti?
- 4) Musejí být ustanovení článků 12 a 13 směrnice 2009/101 [...] vykládána v tom smyslu, že brání vnitrostátní právní úpravě, která stanoví zpětné zrušení nabytí podílu, takže je v případě zrušení smlouvy o úplatném převodu akcií třeba vycházet z toho, že má toto zrušení účinky *ex nunc* [viz rozsudek Soudního dvora Evropské unie ze dne 15. dubna 2010, E. Friz, C-215/08, Sb. rozh. s. I-2947]?
- 5) Musejí být ustanovení článků 12, 15, 16, 18, 19 a článku 42 [druhé směrnice] a článků 12 a 13 směrnice 2009/101 [...] vykládána v tom smyslu, že je odpovědnost omezena na hodnotu akcií – v případě společnosti působící na burze tedy burzovní kurs akcií – kterou akcie mají v době uplatnění nároku, takže akcionář může za své akcie obdržet nižší cenu, než kterou za akcie původně zaplatil?“

## K předběžným otázkám

### *K první a druhé otázce*

- 22 Podstatou první a druhé otázky předkládajícího soudu, kterými je třeba se zabývat společně, je, zda musí být články 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice vykládány v tom smyslu, že brání vnitrostátní právní úpravě, která v rámci provedení „směrnice o prospektu“, „směrnice o požadavcích na transparentnost“ a „směrnice o zneužívání trhu“ stanoví jednak odpovědnost akciové společnosti jakožto emitenta vůči nabyvateli akcií téže společnosti z důvodu porušení informačních povinností uložených jmenovanými směrnicemi, a jednak že dotčená společnost musí vzhledem k této odpovědnosti odkoupit akcie zpět a zaplatit nabyvateli částku odpovídající ceně, za kterou tyto akcie nabyl.
- 23 Podstatou ustanovení druhé směrnice, na která obě výše uvedené otázky odkazují, je zajistit udržování základního kapitálu akciových společností a rovné zacházení s akcionáři.
- 24 Pokud jde o cíl udržovat základní kapitál, druhý bod odůvodnění druhé směrnice uvádí, že pro zajištění minimální míry rovnocennosti ochrany akcionářů a věřitelů těchto společností je zvláště důležitá koordinace vnitrostátních předpisů týkajících se jejich zakládání a udržování, zvyšování či snižování jejich základního kapitálu. Čtvrtý bod odůvodnění téže směrnice pak uvádí, že jejím cílem je udržení základního kapitálu, které představuje záruku pro věřitele, zejména zákazem neoprávněného rozdělování akcionářům a omezením možnosti společnosti nabývat vlastní akcie. Posledně uvedené omezení je konkrétně odůvodněno potřebou zajistit ochranu akcionářů a věřitelů před tržním jednáním, jež může vést ke snížení kapitálu společnosti a umělému zvyšování kurzu jejích akcií.



- 25 Druhá směrnice za tímto účelem v podstatě stanoví, že akcionáři musí splatit svůj vklad (článek 12), zakazuje společnosti vklady rozdělit (článek 15), stanoví, že akcionáři musí vrátit rozdělení, k němuž došlo v rozporu s článkem 15 uvedené směrnice (článek 16), zakazuje společnosti upsat vlastní akcie (článek 18) a stanoví podmínky, za nichž může platit z posledně uvedeného zákazu výjimka (článek 19).
- 26 Pokud jde dále o cíl rovného zacházení s akcionáři, článek 42 druhé směrnice stanoví, že pro účely uplatňování této směrnice zajistí právní předpisy členských států rovné zacházení všem akcionářům ve stejném postavení.
- 27 Ze znění i smyslu ustanovení uvedených v obou předchozích bodech vyplývá, že mají upravovat pouze právní vztahy mezi společností a jejími akcionáři vyplývající výslovně ze společenské smlouvy a vztahují se pouze na vztahy dotčené společností směrem dovnitř.
- 28 Z toho plyne, jak tvrdí A. Hirmann, rakouská a portugalská vláda, jakož i Evropská komise, že dotyčná ustanovení druhé směrnice nebrání vnitrostátní právní úpravě, která zakotvuje odpovědnost obchodní společnosti emitenta za poskytnutí nepřesných informací v rozporu s právní úpravou kapitálových trhů a stanoví, že tato společnost musí vzhledem k této odpovědnosti odkoupit akcie zpět a zaplatit nabyvateli částku odpovídající ceně, za kterou tyto akcie nabyly.
- 29 V takovém případě totiž odpovědnost dotyčné společnosti vůči investorům, kteří jsou i jejími akcionáři, za porušení, jichž se tato společnost dopustila k okamžiku nabytí jejích akcií nebo předtím, nevyplývá ze společenské smlouvy a netýká se pouze vztahů uvedené společnosti směrem dovnitř. V takovém případě jde o odpovědnost, jež má základ ve smlouvě o nabytí akcií.
- 30 Pokud jde o zásadu rovného zacházení s akcionáři podle článku 42 druhé směrnice, je třeba uvést, že situace akcionářů, jimž vznikla škoda v důsledku porušení, jehož se společnost dopustila k okamžiku nabytí jejích akcií nebo předtím, není totožná se situací akcionářů této společnosti, kteří tímto porušením nebyli dotčeni.
- 31 Článek 20 odst. 1 písm. d) druhé směrnice právě z toho důvodu společnosti umožňuje nabytí vlastní akcie např. na základě právní povinnosti. Takové nabytí nelze považovat za nabytí, jehož cílem bylo snížit základní kapitál společnosti nebo uměle zvýšit kurz jejích akcií.
- 32 Platba akcionáři, kterou společnost provedla z důvodu porušení, jehož se dopustila k okamžiku nabytí vlastních akcií nebo předtím, proto za těchto podmínek není rozdělením kapitálu ve smyslu článku 15 druhé směrnice, a taková platba tudíž nepodléhá podmínkám stanoveným v tomto článku.
- 33 Argument, jež společnost Immofinanz uvedla na jednání a podle něhož uvedený článek druhé směrnice brání tomu, aby investor mohl podat žalobu na náhradu škody vůči společnosti, které jej uvedla v omyl zveřejněním zavádějících informací, tedy nemůže obstát.
- 34 Na zpětný odkup akcií vydaných touto společností od investora, který je nakoupil na základě nesprávných informací, se proto nevztahuje článek 18 druhé směrnice. Takové nabytí vlastních akcií vyplývá ze zákonné povinnosti, podle níž je tato společnost povinna nahradit škodu poškozenému investorovi, přičemž *ratio legis* tohoto článku je zcela odlišné od takové povinnosti.
- 35 Z předkládacího rozhodnutí, a konkrétně ze znění předběžných otázek ostatně vyplývá, že vnitrostátní právní úprava dotčená ve věci v původním řízení provádí do vnitrostátního řádu články 6 a 25 „směrnice o prospektu“, články 7, 17 a 28 „směrnice o požadavcích na transparentnost“ a článek 14 „směrnice o zneužívání trhu“.
- 36 Článek 6 odst. 1 „směrnice o prospektu“ konkrétně stanoví, že členské státy zajistí, aby odpovědnost za údaje uvedené v prospektu nesl alespoň emitent.

- 37 Článek 7 „směrnice o požadavcích na transparentnost“ pak stanoví, že členské státy zajistí, aby odpovědnost za informace, které mají být vypracovány a zveřejněny v souladu s touto směrnicí, nesl alespoň emitent. Podle čl. 17 odst. 1 této směrnice zajistí uvedený emitent rovné zacházení se všemi držiteli akcií, kteří jsou ve stejném postavení.
- 38 Je třeba konstatovat, že vnitrostátní právní úprava, která stanoví odpovědnost akciové společnosti jakožto emitenta cenných papírů vůči investorovi v případě nesplnění informační povinnosti, kterou je tato společnost vázána, splňuje požadavky stanovené v čl. 6 odst. 1 „směrnice o prospektu“ a článku 7 „směrnice o požadavcích na transparentnost“, přičemž neporušuje zásadu rovného zacházení zakotvenou v čl. 17 odst. 1 posledně jmenované směrnice.
- 39 Článek 25 odst. 1 „směrnice o prospektu“, čl. 28 odst. 1 „směrnice o požadavcích na transparentnost“ a čl. 14 odst. 1 „směrnice o zneužívání trhu“, které jsou formulovány obdobně, dále stanoví, že aniž je dotčeno právo členských států ukládat trestní sankce, zajistí členské státy v souladu se svými vnitrostátními právními předpisy, aby bylo možné přijmout vhodná správní opatření nebo uplatnit správní sankce vůči odpovědným osobám v případě, že nebudou dodrženy předpisy přijaté k provedení těchto směrnic, přičemž tato opatření mají být účinná, přiměřená a odrazující.
- 40 Ačkoli je pravda, že čl. 28 odst. 1 „směrnice o požadavcích na transparentnost“ a čl. 14 odst. 1 „směrnice o zneužívání trhu“ na rozdíl od čl. 25 odst. 1 „směrnice o prospektu“ výslovně neodkazuje na systém občanskoprávní odpovědnosti členských států, nemění to nic na tom, že Soudní dvůr již k otázce náhrady škody a případné možnosti přiznat náhradu škody mající charakter sankce judikoval, že při neexistenci unijních právních předpisů v této oblasti stanoví kritéria umožňující určit rozsah náhrady právní řád každého členského státu, přičemž musí být dodrženy zásady rovnocennosti a účinnosti (obdobně viz rozsudky ze dne 13. července 2006, Manfredi a další, C-295/04 až C-298/04, Sb. rozh. s. I-6619, bod 92, jakož i ze dne 6. června 2013, Donau Chemie a další, C-536/11, body 25 až 27).
- 41 Z výše uvedeného tedy vyplývá, že za podmínky dodržení unijního práva mají členské státy široký prostor pro uvážení při výběru sankce za porušení povinností vyplývajících z uvedených směrnic, jichž se dopustily společnosti emitenti.
- 42 Z toho rovněž vyplývá, že výběr občanskoprávního prostředku nápravy v případě založení odpovědnosti emitenta akcií přísluší členským státům.
- 43 V projednávaném případě představuje systém občanskoprávní odpovědnosti zakotvený ve vnitrostátní právní úpravě dotčené ve věci v původním řízení přiměřený prostředek nápravy za škodu vzniklou investorovi, jakož i za porušení informační povinnosti ze strany tohoto emitenta. Je dále s to odradit emitenty od toho, aby investory uváděli v omyl.
- 44 Zakotvení takového odpovědnostního režimu se tedy pohybuje v mezích prostoru pro uvážení, který je dán členským státům, a není v rozporu s unijním právem.
- 45 Na první a druhou otázku je proto třeba odpovědět tak, že články 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice musí být vykládány v tom smyslu, že nebrání vnitrostátní právní úpravě, která v rámci provedení „směrnice o prospektu“, „směrnice o požadavcích na transparentnost“ a „směrnice o zneužívání trhu“ stanoví jednak odpovědnost akciové společnosti jakožto emitenta vůči nabyvateli akcií téže společnosti z důvodu porušení informačních povinností uložených jmenovanými směrnicemi, a jednak že dotčená společnost musí vzhledem k této odpovědnosti odkoupit akcie zpět a zaplatit nabyvateli částku odpovídající ceně, za kterou tyto akcie nabyl.

*Ke třetí otázce*

- 46 Podstatou třetí otázky předkládajícího soudu je, zda musí být články 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice vykládány v tom smyslu, že brání vnitrostátní právní úpravě, která stanoví, že povinnost společnosti emitenta odkoupit akcie zpět a zaplatit nabyvateli částku odpovídající ceně, za kterou tyto akcie nabyt, se může rovněž vztahovat na vázaný majetek akciové společnosti (upsaný základní kapitál a rezervy) a může vést k platební neschopnosti uvedené společnosti.
- 47 Jak generální advokátka uvedla v bodě 84 stanoviska, tato otázka je čistě hypotetická, jelikož předkládající soud v žádosti o rozhodnutí o předběžné otázce, neuvedl, jak by mu odpověď na uvedenou otázku mohla posloužit k vyřešení sporu v původním řízení, a na možnou platební neschopnost společnosti emitenta poukázal pouze obecně.
- 48 Za těchto podmínek není namístě na třetí otázku odpovídat.

*Ke čtvrté otázce*

- 49 Podstatou čtvrté otázky předkládajícího soudu je, zda musí být články 12 a 13 směrnice 2009/101 vykládány v tom smyslu, že brání vnitrostátní právní úpravě, která za takových okolností, jako jsou okolnosti ve věci v původním řízení, stanoví retroaktivní zrušení smlouvy o nabytí akcií.
- 50 Článek 12 první pododstavec písm. a) a b) směrnice 2009/101 uvádí taxativní výčet podmínek, za kterých lze stanovit neplatnost společnosti soudním rozhodnutím. Druhý pododstavec tohoto článku stanoví, že kromě případů neplatnosti podle prvního odstavce nepodléhá společnost žádnému důvodu neexistence, absolutní neplatnosti, relativní neplatnosti nebo prohlášení za neplatnou.
- 51 Článek 13 uvedené směrnice pak konkrétně určuje důsledky takového prohlášení neplatnosti.
- 52 Je třeba připomenout, že vnitrostátní právní předpisy dotčené ve věci v původním řízení zakotvují odpovědnost obchodní společnosti emitenta za poskytnutí nepřesných informací v rozporu s právní úpravou kapitálových trhů a stanoví, že tato společnost musí vzhledem k této odpovědnosti odkoupit akcie zpět a zaplatit nabyvateli částku odpovídající ceně, za kterou tyto akcie nabyt.
- 53 Taková právní úprava má konkrétně zajistit, že bude poškozená osoba postavena zpět do situace, v níž se nacházela před tím, než došlo k úkonu, který jí způsobil škodu, přičemž vyžaduje, aby byla nabyvateli vrácena částka odpovídající ceně zaplacené za nabytí akcií včetně úroků a aby tyto akcie zůstaly součástí základního kapitálu dotčené společnosti stejně jako ostatní akcie.
- 54 Z toho vyplývá, že systém odpovědnosti společností za porušení určitých ustanovení právní úpravy kapitálových trhů je zcela odlišný od řízení o neplatnosti společnosti podle článků 12 a 13 směrnice 2009/101.
- 55 Zpětné zrušení smlouvy o nabytí akcií dotčené ve věci v původním řízení nemůže mít za následek neplatnost společnosti, a články 12 a 13 směrnice 2009/101 tudíž nemají vliv na čtvrtou otázku předkládajícího soudu.
- 56 Předkládající soud se konkrétně táže, jak se v projednávaném případě uplatní judikatura vycházející z výše uvedeného rozsudku E. Friz.

- 57 V tomto rozsudku byl Soudní dvůr požádán, aby se vyslovil ke slučitelnosti směrnice Rady 85/577/EHS ze dne 20. prosince 1985 o ochraně spotřebitele v případě smluv uzavřených mimo obchodní prostory (Úř. věst. L 372, s. 31; Zvl. vyd. 15/01, s. 262) s vnitrostátní právní úpravou, která s odstoupením spotřebitele od smlouvy o přistoupení k uzavřenému nemovitostnímu fondu ve formě osobní společnosti nespojovala účinky *ex nunc*.
- 58 Soudní dvůr v bodě 44 výše uvedeného rozsudku E. Friz připomněl, že ochrana spotřebitele zaručená směrnicí 85/577 není absolutní, a poté v bodě 50 tohoto rozsudku rozhodl, že tato směrnice nebrání tomu, aby o ukončení smlouvy bylo rozhodnuto s účinky *ex nunc*.
- 59 V tomto ohledu je třeba uvést, že skutkový stav ve věci, v níž byl vydán výše uvedený rozsudek E. Friz, není srovnatelný se skutkovým stavem ve věci v původním řízení.
- 60 Ve věci, v níž byl vydán výše uvedený rozsudek E. Friz, totiž nebylo základem pro odstoupení spotřebitele od smlouvy, kterou podepsal za účelem přistoupení k nemovitostnímu fondu, porušení ze strany smluvního partnera, nýbrž tím spotřebitel vykonal právo umožňující mu odstoupit od smlouvy uzavřené při návštěvě podnikatele v jeho domácnosti podle čl. 5 odst. 1 směrnice 85/577.
- 61 Soudní dvůr mohl za těchto podmínek v bodech 46 až 48 výše uvedeného rozsudku E. Friz konstatovat, že směrnice 85/577 nebrání vnitrostátní právní úpravě dotčené ve věci v původním řízení, pokud v souladu s obecnými zásadami občanského práva zajišťuje uspokojivou rovnováhu, jakož i spravedlivé rozdělení rizik mezi jednotlivé zúčastněné strany. Soudní dvůr již rozhodl, že z obecné systematiky i znění několika ustanovení této směrnice vyplývá, že ochrana spotřebitelů má určité hranice (viz rozsudek ze dne 10. dubna 2008, Hamilton, C-412/06, Sb. rozh. s. I-2383, body 39 a 40).
- 62 Ve věci v původním řízení je naopak nesporné, že ke zrušení smlouvy o nabytí akcií došlo pouze vzhledem k porušení, kterého se dopustila společnost emitent, jež nabyvateli způsobila újmu. V tomto případě není odůvodněné použít kritérium uspokojivé rovnováhy a spravedlivého rozdělení rizik mezi jednotlivé zúčastněné strany uvedené ve výše uvedeném rozsudku E. Friz jakožto nástroj pro posouzení slučitelnosti vnitrostátní právní úpravy s unijním právem.
- 63 Na čtvrtou otázku je tedy třeba odpovědět tak, že články 12 a 13 směrnice 2009/101 musí být vykládány v tom smyslu, že nebrání vnitrostátní právní úpravě, která za takových okolností, jako jsou okolnosti ve věci v původním řízení, stanoví retroaktivní zrušení smlouvy o nabytí akcií.

#### *K páté otázce*

- 64 Podstatou páté otázky předkládajícího soudu je, zda musí být články 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice, jakož i články 12 a 13 směrnice 2009/101 vykládány v tom smyslu, že míra odpovědnosti podle vnitrostátní právní úpravy dotčené ve věci v původním řízení je omezena výší hodnoty akcií vypočtenou podle jejich kurzu v okamžiku uplatnění nároku, je-li společnost kotovaná na burze.
- 65 Pokud jde nejprve o články 12 a 13 směrnice 2009/101, postačí připomenout, že Soudní dvůr v bodě 54 tohoto rozsudku konstatoval, že systém odpovědnosti společností za porušení určitých ustanovení právní úpravy kapitálových trhů je zcela odlišný od řízení o neplatnosti společnosti.
- 66 Z toho vyplývá, že uvedené články, které se týkají pouze neplatnosti společenské smlouvy, nejsou relevantní pro účely posouzení rozsahu odpovědnosti takových společností. Jejich výklad není v žádném případě s to podpořit tvrzení společnosti Immofinanz, že míra odpovědnosti společností ve věci v původním řízení musí být nutně omezena výší hodnoty jejich akcií vypočtené podle jejich kurzu k okamžiku uplatnění nároku, je-li kotovaná na burze.

- 67 Pokud jde zadruhé o články 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice, je třeba uvést, že jejich výklad podaný Soudním dvorem v rámci prvních dvou předběžných otázek umožnil dospět v bodě 28 tohoto rozsudku k závěru, že tyto články nebrání vnitrostátní právní úpravě, která zakotvuje odpovědnost obchodní společnosti emitenta za poskytnutí nepřesných informací v rozporu s právní úpravou kapitálových trhů a stanoví, že uvedená společnost musí vzhledem k této odpovědnosti odkoupit akcie zpět a zaplatit nabyvateli částku odpovídající ceně, za kterou tyto akcie nabyl.
- 68 Soudní dvůr dále v bodě 44 tohoto rozsudku konstatoval, že se zavedení takového systému občanskoprávní odpovědnosti pohybuje v mezích prostoru pro uvážení, který „směrnice o prospektu“, „směrnice o požadavcích na transparentnost“ a „směrnice o zneužívání trhu“ dávají členským státům, a není v rozporu s unijním právem.
- 69 Za těchto podmínek je nutné konstatovat, že volba mezi systémem občanskoprávní odpovědnosti, který ukládá povinnost vrátit nabyvateli částku ve výši odpovídající ceně za nabytí akcií včetně úroků, a systémem, který míru této odpovědnosti omezuje výší ceny zaplacené za akcie v okamžiku podání návrhu na náhradu škody, spadá do pravomoci členských států.
- 70 Vzhledem k výše uvedenému je třeba na pátou otázku odpovědět tak, že články 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice, jakož i články 12 a 13 směrnice 2009/101 musí být vykládány v tom smyslu, že míra odpovědnosti ve smyslu vnitrostátní právní úpravy dotčené ve věci v původním řízení není v případě společnosti kotované na burze omezena výší hodnoty akcií vypočtené podle jejich kurzu v okamžiku uplatnění nároku.

#### **K nákladům řízení**

- 71 Vzhledem k tomu, že řízení má, pokud jde o účastníky původního řízení, povahu incidenčního řízení ve vztahu ke sporu probíhajícímu před předkládajícím soudem, je k rozhodnutí o nákladech řízení příslušný uvedený soud. Výdaje vzniklé předložením jiných vyjádření Soudnímu dvoru než vyjádření uvedených účastníků řízení se nenahrazují.

Z těchto důvodů Soudní dvůr (druhý senát) rozhodl takto:

- 1) **Články 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice Rady 77/91/EHS ze dne 13. prosince 1976 o koordinaci ochranných opatření, která jsou na ochranu zájmů společníků a třetích osob vyžadována v členských státech od společností ve smyslu čl. [48 druhého pododstavce ES] při zakládání akciových společností a při udržování a změně jejich základního kapitálu, za účelem dosažení rovnocennosti těchto opatření, ve znění směrnice Rady 92/101/EHS ze dne 23. listopadu 1992, musí být vykládány v tom smyslu, že nebrání vnitrostátní právní úpravě, která v rámci provedení**
  - směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES,
  - směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES,
  - a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003, o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu),

**stanoví jednak odpovědnost akciové společnosti jakožto emitenta vůči nabyvateli akcií též společnosti z důvodu porušení informačních povinností uložených jmenovanými směrnici, a jednak že dotčená společnost musí vzhledem k této odpovědnosti odkoupit akcie zpět a zaplatit nabyvateli částku odpovídající ceně, za kterou tyto akcie nabyl.**

- 2) **Články 12 a 13 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/101/ES ze dne 16. září 2009 o koordinaci ochranných opatření, která jsou na ochranu zájmů společníků a třetích osob vyžadována v členských státech od společností ve smyslu čl. [48 druhého pododstavce ES] za účelem dosažení rovnocennosti těchto opatření musí být vykládány v tom smyslu, že nebrání vnitrostátní právní úpravě, která za takových okolností, jako jsou okolnosti ve věci v původním řízení, stanoví retroaktivní zrušení smlouvy o nabytí akcií.**
- 3) **Články 12, 15, 16, 18, 19 a 42 druhé směrnice 77/91 ve znění směrnice 92/101, jakož i články 12 a 13 směrnice 2009/101 musí být vykládány v tom smyslu, že míra odpovědnosti ve smyslu vnitrostátní právní úpravy dotčené ve věci v původním řízení není v případě společnosti kotované na burze omezena vyšší hodnoty akcií vypočtené podle jejich kurzu v okamžiku uplatnění nároku.**

Podpisy.