



## Samling af Afgørelser

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT  
E. SHARPSTON  
fremsat den 12. september 2013<sup>1</sup>

**Sag C-174/12**

**Alfred Hirmann  
mod  
Immofinanz AG**

(anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af Handelsgericht Wien (Østrig))

»Selskabsret — direktiv 77/91/EØF — et aktieselskabs ansvar — beskyttelse af investorer, der går ud fra urigtige oplysninger — forenelighed af en national bestemmelse, hvorefter en aftale om aktiekøb kan ophæves«

1. Hvis en investor køber aktier i et aktieselskab på det sekundære marked (dvs. ikke som led i en forhøjelse af det pågældende selskabs aktiekapital) og efterfølgende hævder, at oplysningerne i det værdipapirprospekt, som han gik ud fra ved købet, hverken var fuldstændige eller sandfærdige, kan en ret da pålægge selskabet at ophæve aftalen og således kræve, at den generhverver sine egne aktier og tilbagebetaler pengene til investoren, eller er et sådant retsmiddel uforeneligt med EU-retten? Og har en sådan investor ret til tilbagebetaling af den oprindelige købspris eller af værdien af aktierne på det tidspunkt, hvor han anlægger sag?

2. Handelsgericht Wien, som har forelagt den foreliggende anmodning om præjudiciel afgørelse, har affattet sine spørgsmål på grundlag af direktiv 77/91/EØF (herefter »det andet selskabsdirektiv«)<sup>2</sup>. Dette direktiv blev dog ophævet den 25. oktober 2012 og erstattet af en ny omarbejdet tekst i direktiv 2012/30<sup>3</sup>. I dette forslag til afgørelse henviser jeg derfor til det andet selskabsdirektiv i datid. I det omfang bestemmelserne i det ophævede direktiv er bevaret i en ordlyd, der i det væsentlige er den samme i den omarbejdede version, fremgår de tilsvarende bestemmelser af fodnoterne, hvilket – håber jeg – vil være til hjælp såvel fremad- som bagudrettet.

1 — Originalsprog: engelsk.

2 — Rådets andet direktiv af 13.12.1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelse af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (EFT 1977 L 26, s. 1). Det andet selskabsdirektiv blev ophævet og erstattet af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2012/30/EU af 25.10.2012 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 54, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelse af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (EUT L 315, s. 74). Det var tidligere blevet ændret ved Rådets direktiv 92/101/EØF af 23.11.1992 om ændring af andet direktiv 77/91/EØF om stiftelse af aktieselskaber samt bevarelse af og ændringer i aktiekapitalen (EFT L 347, s. 64), som er den version, der fandt anvendelse på det tidspunkt, hvor aftalen om aktiekøb blev indgået den 7.1.2005, og som har givet anledning til den nationale sag. Det blev senere ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/68/EF af 6.9.2006 om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital (EUT L 264, s. 32) og Rådets direktiv 2006/99/EF af 20.11.2006 om tilpasning af visse direktiver vedrørende selskabsret på grund af Bulgariens og Rumæniens tiltrædelse (EUT L 259, s. 14).

3 — Jf. fodnote 2.

3. Den forelæggende ret har påpeget, at det andet selskabsdirektivs artikel 15<sup>4</sup> begrænsede et aktieselskabs ret til at uddele sin kapital til aktionærer, og at artikel 18<sup>5</sup> forbød et selskab at tegne sine egne aktier. Den nationale ret ønsker oplyst, om disse bestemmelser er til hinder for, at der bringes et sådant retsmiddel i anvendelse over for et aktieselskab, som har et civilretligt ansvar over for en investor som følge af selskabets tilsidesættelse af sin oplysningspligt. Udelukkede det andet selskabsdirektiv et sådant retsmiddel, såfremt det omfattede tegnet kapital og kunne medføre, at selskabet blev insolvent? Endelig ønsker den nationale ret oplyst, om princippet om ligebehandling af aktionærer er til hinder for et sådant retsmiddel.

4. Den nationale ret ønsker med anmodningen om præjudiciel afgørelse også oplyst, hvorvidt prospektdirektivet<sup>6</sup>, direktivet om gennemsigtighedskrav<sup>7</sup>, markedsmisbrugsdirektivet<sup>8</sup> og garantidirektivet<sup>9</sup> har relevans i den foreliggende sag.

## EU-retten

5. De direktiver, som den forelæggende ret henviser til, kan opdeles i to brede kategorier: direktiver, som primært vedrører corporate governance (det andet selskabsdirektiv og garantidirektivet), og direktiver, som primært vedrører aktionærbeskyttelse (prospektdirektivet, direktivet om gennemsigtighedskrav og markedsmisbrugsdirektivet)<sup>10</sup>. For at gøre det mere overskueligt vil jeg gruppere dem tilsvarende i min redegørelse for den relevante EU-lovgivning.

4 — Artikel 17 i direktiv 2012/30 erstattede det andet selskabsdirektivs artikel 15, nævnt ovenfor i fodnote 2.

5 — Artikel 20 i direktiv 2012/30 erstattede det andet selskabsdirektivs artikel 18, nævnt ovenfor i fodnote 2.

6 — Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4.11.2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EUT L 345, s. 64). Dette direktiv skulle være gennemført i medlemsstaterne senest den 1.7.2005 (artikel 29). Jeg er ikke klar over, om denne version af prospektdirektivet var blevet gennemført i østrigsk lov den 7.1.2005, som var den dato, hvor aftalen om aktiekøb blev indgået. Var den ikke det, kan den nationale lovgivning have indeholdt de tidligere krav i direktiv 89/298/EØF af 17.4.1989 om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udstedelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden (EFT L 124, s. 8). Prospektdirektivet er siden blevet ændret ved direktiv 2008/11/EF om ændring af direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, for så vidt angår de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen (EUT L 76, s. 37). Artikel 6 og 25, som er de bestemmelser, der har relevans i den foreliggende sag, blev dog ikke ændret.

7 — Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15.12.2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EUT L 390, s. 38). Dette direktiv skulle først gennemføres inden den 20.1.2007. På tidspunktet for aktiekøbet kunne den nationale lovgivning derfor have afspejlet gennemsigtighedskravene i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28.5.2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer, som trådte i kraft den 26.7.2001, og som kodificerede en række tidligere direktiver, herunder direktiv 82/121/EØF af 15.2.1982 om periodiske oplysninger, der skal offentliggøres af selskaber, hvis aktier er optaget til officiel notering på en fondsbørs (EFT L 48, s. 26).

8 — Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28.1.2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (EUT L 96, s. 16). Selv om »markedintegritetsdirektivet« ville være en bedre beskrivelse af direktivet i lyset af dets formål, kaldes det almindeligvis markedsmisbrugsdirektivet, og jeg har derfor valgt at følge denne konvention. Medlemsstaterne skulle have gennemført dette direktiv den 12.10.2004. Det er siden blevet ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2010/78/EU af 24.11.2010 om ændring af direktiv 98/26/EF, 2002/87/EF, 2003/6/EF, 2003/41/EF, 2003/71/EF, 2004/39/EF, 2004/109/EF, 2005/60/EF, 2006/48/EF, 2006/49/EF og 2009/65/EF for så vidt angår de beføjelser, der er tillagt Den Europæiske Tilsynsmyndighed (Den Europæiske Banktilsynsmyndighed), Den Europæiske Tilsynsmyndighed (Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger) og Den Europæiske Tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) (EUT L 331, s. 120), men artikel 14, stk. 1, som behandles i den foreliggende sag, blev dog ikke ændret.

9 — Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/101/EF af 16.9.2009 om samordning af de garantier, som kræves i medlemsstaterne af de i traktatens artikel 48, stk. 2, nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (EUT L 258, s. 11). Dette direktiv blev først vedtaget, efter at aftalen om aktiekøb i hovedsagen blev indgået. Artikel 12 og 13, som den nationale ret har anført, er til dato ikke blevet ændret.

10 — Jeg vil henviser til dem kollektivt som direktiverne om aktionærbeskyttelse.

### *Direktiverne om corporate governance*

Det andet selskabsdirektiv

6. Af anden og fjerde betragtning til det andet selskabsdirektiv fremgik følgende:

»[F]or at sikre et mindstemål af ligelig beskyttelse såvel af selskabernes aktionærer som af deres kreditorer er det ganske særligt af betydning at samordne medlemsstaternes nationale bestemmelser om selskabernes stiftelse samt om opretholdelse, forhøjelse og nedsættelse af deres kapital.

[...]

[D]er bør fastsættes fællesskabsforskrifter med henblik på at bevare kapitalen, som udgør kreditorernes sikkerhed, navnlig ved at forbyde, at kapitalen forringes gennem uberettigede uddelinger til aktionærene og ved at begrænse et selskabs mulighed for at erhverve egne aktier.«

7. Det andet selskabsdirektiv fandt anvendelse på de typer af aktieselskaber, som var opregnet i artikel 1, stk. 1, hvilket for Østrigs vedkommende omfattede »die Aktiengesellschaft«<sup>11</sup>.

8. I henhold til det andet selskabsdirektivs artikel 6<sup>12</sup> skulle et aktieselskab have opnået tegning af en vis kapital, før det kunne stiftes eller opnå tilladelse til at begynde sin virksomhed.

9. Samme direktivs artikel 12<sup>13</sup> bestemte, at »aktionærene ikke [kan] fritages for pligten til at indbetale deres indskud«.

10. Artikel 15, stk. 1<sup>14</sup>, var affattet således:

»a) Bortset fra tilfælde, hvor den tegnede kapital nedsættes, kan uddeling til aktionærene ikke finde sted, såfremt selskabets nettoaktiver, således som de fremgår af årsregnskabet, på statusdagen for det sidste regnskabsår er eller som følge af en sådan uddeling ville blive mindre end beløbet for den tegnede kapital med tillæg af de reserver, som i henhold til loven eller vedtægterne ikke kan uddeles.

[...]

c) Det til aktionærene uddelte beløb må ikke overstige resultatet for det sidst afsluttede regnskabsår med tillæg af overført overskud samt af beløb overført fra de til dette formål anvendelige reserver og med fradrag af overført underskud samt af beløb, der i henhold til lov eller vedtægter er henlagt til reserverne.

d) Det under litra a) og c) anførte udtryk »uddeling« omfatter navnlig udbetaling af udbytte og af renter i forbindelse med aktierne.«

11 — Fortegnelsen er opretholdt ved artikel 1 og bilag I til direktiv 2012/30, nævnt ovenfor i fodnote 2.

12 — Artikel 6 i direktiv 2012/30 erstattede det andet selskabsdirektivs artikel 6.

13 — Artikel 14 i direktiv 2012/30 erstattede det andet selskabsdirektivs artikel 12.

14 — Erstattet af artikel 17 i direktiv 2012/30.

11. Hvis der blev foretaget uddeling i strid med artikel 15, skulle den i henhold til artikel 16 »tilbagebetales af de aktionærer, der [havde] modtaget dem, såfremt selskabet [kunne] godtgøre, at disse aktionærer var vidende om, at den uddeling, der blev foretaget til fordel for dem, var uretmæssig, eller at de efter det foreliggende ikke kunne være ubekendt hermed«. Artikel 18, stk. 1<sup>15</sup>, bestemte, at »[e]t selskabs aktier [ikke kunne] tegnes af selskabet selv« (resten af artikel 18 har ingen relevans i den foreliggende sag).

12. I henhold til artikel 19<sup>16</sup> kunne et selskab erhverve egne aktier i overensstemmelse med de deri fastsatte bestemmelser. Disse omfattede navnlig, at bemyndigelsen til erhvervelsen skulle gives af generalforsamlingen, som fastsatte de nærmere bestemmelser vedrørende de sådanne erhvervelser<sup>17</sup>, at erhvervelsen ikke bevirkede, at nettoaktiverne blev bragt ned under det i artikel 15, stk. 1, litra a), nævnte beløb<sup>18</sup>, og at dispositionerne kun måtte angå fuldt indbetalte aktier<sup>19</sup>. Medlemsstaterne kunne gøre erhvervelser betinget af de yderligere betingelser, som var fastsat i artikel 19, stk. 1, nr. i)-v).

13. I henhold til artikel 20, stk. 1, litra d)<sup>20</sup>, kunne medlemsstaterne undlade at anvende de i artikel 19 fastsatte betingelser på bl.a. »aktier, der erhverves i henhold til en lovbestemt pligt«.

14. Endelig bestemte artikel 42, at medlemsstaterne ved gennemførelsen af det andet selskabsdirektiv skulle »sikre en lige behandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation«.

#### Garantidirektivet

15. Garantidirektivet omhandler bl.a. de omstændigheder, hvorunder et selskab kan erklæres ugyldigt, og virkningerne heraf.

16. Garantidirektivets artikel 12 bestemmer, at medlemsstaterne kun kan fastslå selskabers ugyldighed ved retsafgørelse og kun såfremt en af betingelserne i litra b), nr. i)-vi), er opfyldt.

17. Artikel 13 opregner virkningerne af ugyldighed.

#### *Direktiverne om aktionærbeskyttelse*

#### Prospektdirektivet

18. Formålet med prospektdirektivet er bl.a. at harmonisere kravene ved udarbejdelse, godkendelse og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked i en medlemsstat.

19. Det fremgår af tiende betragtning til prospektdirektivet, at direktivets formål er »at sikre investorbeskyttelse og markedseffektivitet«.

20. Af 19. betragtning fremgår det, at »[d]er [...] i alle medlemsstater [er] behov for foranstaltninger til beskyttelse af faktiske og potentielle investorers interesser, så disse sættes i stand til at vurdere [risiko] korrekt og dermed kan træffe deres investeringsbeslutninger på et kvalificeret grundlag«.

15 — Erstattet af artikel 20 i direktiv 2012/30.

16 — Erstattet af artikel 21 i direktiv 2012/30.

17 — Artikel 19, stk. 1, litra a).

18 — Artikel 19, stk. 1, litra c).

19 — Artikel 19, stk. 1, litra d).

20 — Erstattet af artikel 22, stk. 1, litra d), i direktiv 2012/30.

21. I henhold til prospektdirektivets artikel 5 skal prospektet indeholde »samtlige de oplysninger, som [...] er nødvendige for, at investorerne kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater, forventede udvikling samt en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til disse værdipapirer. Sådanne oplysninger skal offentliggøres i en let analyserbar og forståelig form«.

22. Prospektdirektivets artikel 6 er affattet således:

»1. Medlemsstaterne sikrer, at ansvaret for de oplysninger, der gives i et prospekt, som minimum påhviler udstederen eller dennes bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganer, udbyderen, den person, der anmoder om optagelsen til handel på et reguleret marked, eller garanten, alt efter omstændighederne. De ansvarlige personer angives tydeligt i prospektet med navn og stillingsbetegnelse eller, når det drejer sig om juridiske personer, navn og vedtægtsmæssige hjemsted, samt en erklæring fra dem om, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der i prospektet ikke er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af dets indhold.

2. Medlemsstaterne sikrer, at deres love og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar finder anvendelse på de personer, der er ansvarlige for oplysningerne i prospektet. [...]«

23. Prospektdirektivets artikel 25, stk. 1, er affattet således:

»Med forbehold af medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner og med forbehold af deres regler vedrørende civilretligt ansvar sikrer medlemsstaterne i henhold til national ret, at der kan træffes passende administrative foranstaltninger eller pålægges administrative sanktioner over for de ansvarlige personer i de tilfælde, hvor de bestemmelser, der er vedtaget i henhold til dette direktiv, ikke er blevet overholdt. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, står i rimeligt forhold til overtrædelsen og har afskrækkende virkning.«

Direktivet om gennemsigtighedskrav

24. Direktivet om gennemsigtighedskrav har bl.a. til formål at øge investorbeskyttelsen og markedseffektiviteten ved at kræve, at værdipapirudstedere gennem en regelmæssig informationsstrøm sikrer investorerne den nødvendige gennemsigtighed<sup>21</sup>.

25. Artikel 7 i direktivet om gennemsigtighedskrav er affattet således:

»Medlemsstaterne sikrer, at ansvaret for de oplysninger, der skal opstilles og offentliggøres i henhold til artikel 4, 5, 6 og 16, i det mindste påhviler udstederen eller dennes administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer, og at deres love og administrative bestemmelser om erstatningsansvar finder anvendelse på udstedere, ovennævnte organer eller de ansvarlige personer hos udstederne.«

26. I henhold til artikel 4, 5, 6 og 16 i direktivet om gennemsigtighedskrav skal en udsteder offentliggøre henholdsvis en årsrapport, en halvårsrapport, en ledelseserklæring og alle ændringer i de rettigheder, der er knyttet til de forskellige aktieklasser eller værdipapirer.

27. Artikel 17 i direktivet om gennemsigtighedskrav med overskriften »Oplysningskrav til udstedere, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked«, bestemmer:

»1. En udsteder af aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, sikrer lige behandling af alle aktionærer, der befinder sig i samme situation.

21 — Første og anden betragtning til direktivet.

[...]«

28. Artikel 28, stk. 1, i direktivet om gennemsigtighedskrav bestemmer:

»Uden at det berører medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner, sikrer medlemsstaterne i overensstemmelse med national ret, at der mindst kan træffes hensigtsmæssige administrative foranstaltninger eller pålægges de ansvarlige personer civile og/eller administrative sanktioner i de tilfælde, hvor bestemmelser vedtaget i overensstemmelse med dette direktiv ikke er blevet overholdt. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, står i rimeligt forhold til overtrædelsen og har afskrækkende virkning.«

Markedsmisbrugsdirektivet

29. Markedsmisbrugsdirektivet har bl.a. til formål at fremme markedsintegritet ved at harmonisere medlemsstaternes lovgivning om insiderhandel og kursmanipulation.

30. Markedsmisbrugsdirektivets artikel 14, stk. 1, bestemmer:

»Med forbehold af medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner sikrer medlemsstaterne i henhold til national ret, at der kan træffes passende administrative foranstaltninger eller pålægges administrative sanktioner over for de ansvarlige personer i de tilfælde, hvor de bestemmelser, der er vedtaget i henhold til dette direktiv, ikke er blevet overholdt. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, rimelige og præventive.«

*Østrigsk ret*

31. Kapitalmarktgesetz (værdipapirloven) bestemmer i § 5 (som vedrører forbrugertransaktioner):

»1) Fremsættes et prospektpligtigt tilbud uden forudgående offentliggørelse af et prospekt eller af de i § 6 omhandlede oplysninger, har en investor, der er forbruger som omhandlet i § 1, stk. 1, andet punktum, i Konsumentenschutzgesetz (loven om forbrugerbeskyttelse)<sup>22</sup>, ret til at træde tilbage fra sit tilbud eller fra kontrakten.

[...]

4) Tilbagetrædelsesretten i henhold til stk. 1 ophører ved udgangen af en uge efter den dag, på hvilken prospektet eller oplysningerne i henhold til § 6 offentliggøres. [...]

5) Aftaler, som er i strid med bestemmelserne i stk. 1 til 4, og som er til skade for forbrugerne, er ugyldige.

6) Alle andre rettigheder, som tilkommer investorer i henhold til andre lovbestemmelser, berøres ikke.«

22 — Forbrugere i denne bestemmelse forstod er privatpersoner, som handler for egen regning, ikke på vegne af et selskab. Alfred Hirmann synes at være omfattet af denne definition, for så vidt angår hans aktiekøb.



32. Kapitalmarktgesetz bestemmer i § 6 med overskriften »Tillæg til prospektet«:

»1) Enhver væsentlig ny omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed i forbindelse med oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, og som indtræder eller konstateres mellem tidspunktet for godkendelsen af prospektet og den endelige afslutning af udbuddet til offentligheden, eller, hvis denne ligger tidligere, starten af handelen på et reguleret marked, skal angives i et tillæg (ændrende eller supplerende oplysninger) til prospektet. Dette tillæg (ændrende eller supplerende oplysninger) skal ansøgeren (§ 8a, stk. 1) straks offentliggøre og indgive i overensstemmelse med de samme regler, som gælder for offentliggørelse og indgivelse af det oprindelige prospekt. [...]

2) Investorer, som efter indtrædelse af en omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed som nævnt i stk. 1, men før offentliggørelse af tillægget herom allerede har givet tilsagn om tegning af værdipapirer eller om investering, har ret til at trække deres tilsagn tilbage inden for en frist på to bankarbejdsdage efter tillæggets offentliggørelse. § 5 finder tilsvarende anvendelse. Er investoren en forbruger som omhandlet i § 1, stk. 1, nr. 2, i Konsumentenschutzgesetz gælder også den i § 5, stk. 4, nævnte frist.«

33. Kapitalmarktgesetz bestemmer i § 11 med overskriften »Ansvar i tilknytning til prospektet«:

»1) Har en investor lidt skade ved at have stølet på oplysninger i prospektet eller på andre oplysninger, som kræves i henhold til denne forbundslov (§ 6), og som er afgørende for vurderingen af værdipapirerne eller investeringerne,

1. hæfter udstederen for skaden, når denne er forvoldt ved urigtige og ufuldstændige oplysninger, hidrørende fra udstederens eller hans ansattes ansvarspådragende adfærd eller fra andre personers ansvarspådragende adfærd, når disse har medvirket ved prospektets fremstilling

[...]

6) Hæftelsen over for den enkelte investor er, for så vidt som den skadegørende handling ikke er begået med forsæt, begrænset til investorens købspris, med tillæg af omkostninger og renter fra købsprisens betaling.

7) Krav fra investorerne efter denne forbundslov skal gøres gældende for en domstol inden ti år efter fremsættelse af det prospektpligtige tilbud, idet de ellers fortabes.

8) Krav på erstatning hidrørende fra tilsidesættelse af andre lovbestemmelser eller fra kontraktskrænkelser berøres ikke heraf.«

34. Aktiengesetz (loven om aktieselskaber) bestemmer i § 52 (»Ingen tilbagebetaling af indskud«):

»Aktionærerne kan ikke få tilbagebetalt deres indskud. Så længe selskabet eksisterer, har de kun krav på andel i det udbytte, der fremgår af årsregnskabet, for så vidt som dette ikke er udelukket i henhold til lov eller efter vedtægterne. Ved tilbagebetaling af indskud forstås ikke betaling af købsprisen ved lovlig erhvervelse af egne aktier (§§ 65 og 66).«

## Sagens faktiske omstændigheder, retsforhandlingerne og de præjudicielle spørgsmål

35. Den 7. januar 2005 købte Alfred Hirmann gennem en mægler 1 375,02406<sup>23</sup> aktier i Immofinanz AG (herefter »Immofinanz«), et aktieselskab (»Aktiengesellschaft«), til en værdi af 10 013,75 EUR. Købet skete på det sekundære marked og ikke i forbindelse med en kapitalforhøjelse i Immofinanz. Alfred Hirmann indbetalte købsprisen til Aviso Zeta AG (herefter »Aviso Zeta«), og aktierne blev til gengæld bogført i Alfred Hirmanns navn i et værdipapirdepot indehavet af Aviso Zeta.

36. Den 15. august 2001 anlagde Alfred Hirmann sag mod Immofinanz under påberåbelse af retten til anfægtelse på grund af vildfarelse og retten til skadeserstatning i henhold til § 6, stk. 2, sammenholdt med § 5, stk. 4, samt § 11 i Kapitalmarktgesetz. Sagsøgeren har nedlagt påstand om ophævelse af aktiekøbet. En ophævelse vil omfatte tilbagebetaling af den oprindelige købspris, mod at de købte aktier tilbageleveres til Immofinanz.

37. Alfred Hirmann har gjort gældende, at Immofinanz har gjort sig skyldig i forskellige uhæderlige og bedrageriske handlinger, i særdeleshed kursmanipulation og tiltag til ulovlig kursstøtte. Han har gjort gældende, at det værdipapirprospekt, som han baserede sin beslutning om at købe aktierne på, var vildledende. I strid med prospektets ordlyd blev indtægterne fra en aktieemission anvendt til opkøb af aktier i Immofinanz med kursmanipulation og -spekulation for øje. Dette misbrug af midler medførte en større risiko, end hvad der fremgik af prospektet. Samlet set var oplysningerne i værdipapirprospektet hverken fuldstændige eller i overensstemmelse med sandheden. Angivelserne i prospektet var heller ikke hverken forståelige eller nemme at analysere.

38. Immofinanz har bestridt påstanden om de faktiske omstændigheder. Selskabet har også gjort gældende, at aktionærs indskud i henhold til EU-retten ikke må tilbagebetales, så længe selskabet eksisterer. At holde et aktieselskab ansvarligt på denne måde over for sine aktionærer – uanset af hvilken retlig årsag – er i strid med EU-rettens forbud om tilbagebetaling af indskud.

39. På den baggrund, og før den tog stilling til de faktiske forhold, udsatte Handelsgericht Wien sagen og forelagde følgende spørgsmål til præjudiciel afgørelse:

- »1) Kan en national regel om et aktieselskabs ansvar som udsteder over for en erhverver af aktier på grund af krænkelse af kapitalmarkedsretlige informationsforpligtelser i henhold til de følgende ordninger i
  - [prospektdirektivets] artikel 6 og 25 [...]
  - artikel 7, 17 og 28 i [direktivet om gennemsigtighedskrav] og
  - [markedsmisbrugsdirektivets] artikel 14 [...]forenes med [andet selskabsdirektivs] artikel 12, 15, 16, 19 og 42 [...]?
- 2) Skal artikel 12, 15, 16 og i særdeleshed artikel 18 og 19 samt 42 i [andet selskabsdirektiv] i den gældende affattelse fortolkes således, at de er til hinder for en national ordning, hvorefter et aktieselskab på grundlag af det i spørgsmål 1 nævnte ansvar skal godtgøre erhververen den erlagte pris og tage den erhvervede aktie tilbage?
- 3) Skal artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 i [andet selskabsdirektiv] i den gældende affattelse fortolkes således, at et aktieselskabs ansvar som nævnt i spørgsmål 1

23 — Det kan forekomme mærkværdigt, at Alfred Hirmanns aktiekøb har omfattet en brøkdel af en aktie. Det er ikke desto mindre det tal, der fremgår af forelæggelseskendelsen.



- også kan omfatte en hæftelse med selskabets bundne formue [tegnet kapital og reserver som omhandlet i det nævnte direktivs artikel 15, stk. 1, litra a)] henholdsvis
  - også gælder, selv om det kan medføre aktieselskabets insolvens?
- 4) Skal [garantidirektivets] artikel 12 og 13 [...] fortolkes således, at de er til hinder for en national ordning, der fastsætter en tilbagevirkende ophævelse af andelserhvervelsen, således at der ved ophævelse af aftalen om aktiekøb må gås ud fra en virkning *ex nunc* (jf. Domstolens dom af 15.4.2010, sag C-215/08, E. Friz, Sml. I, s. 2947)?
- 5) Skal artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 i [andet selskabsdirektiv] i den gældende affattelse og [garantidirektivets] artikel 12 og 13 [...] fortolkes således, at hæftelsen er begrænset til aktiernes værdi – for et børsnoteret selskab således aktiernes kursværdi – på det tidspunkt, hvor kravet fremsættes, således at aktionæren efter omstændighederne får mindre tilbage end den oprindeligt betalte pris?«

40. Alfred Hirmann, Immofinanz, Aviso Zeta, den østrigske og den portugisiske regering samt Europa-Kommissionen har indgivet skriftlige indlæg. Alfred Hirmann, Immofinanz, den portugisiske regering og Kommissionen afgang også mundtlige indlæg under retsmødet den 17. april 2013.

### Indledende spørgsmål

41. Før jeg tager stilling til de fem spørgsmål, som den nationale ret har forelagt, er det fornødent at afklare en række indledende spørgsmål.

42. For det første bemærkes det, at de direktiver, der omhandler aktionærbeskyttelse, ganske vist harmoniserer væsentlige elementer, men at de på mange områder også giver den nationale ret en bred skønsmargin.

43. Som et eksempel skal medlemsstaterne i henhold til prospektdirektivets artikel 6, stk. 2, sikre »at deres love og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar finder anvendelse på de personer, der er ansvarlige for oplysningerne i prospektet«. Dette krav suppleres med artikel 25, stk. 1, hvorefter medlemsstaterne »i henhold til national ret [skal sikre], at der kan træffes passende administrative foranstaltninger eller pålægges administrative sanktioner over for de ansvarlige personer« (min fremhævelse) »med forbehold af deres regler vedrørende civilretligt ansvar«.

44. Tilsvarende indeholder artikel 28, stk. 1, i direktivet om gennemsigtighedskrav og markedsmisbrugsdirektivets artikel 14, stk. 1, i det væsentlige tilsvarende bestemmelser. For det første er der udtrykkeligt taget forbehold for medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner. For det andet er medlemsstaterne underlagt en forpligtelse til *i henhold til national ret* at sikre, at der kan træffes passende administrative foranstaltninger og/eller pålægges administrative sanktioner<sup>24</sup>. Endelig skal medlemsstaterne »sikre«, at »disse foranstaltninger er effektive, står i rimeligt forhold til overtrædelsen og har afskrækkende virkning«.

45. Det følger således, at medmindre et bestemt retsmiddel, der anvendes i forbindelse med tilsidesættelse af en forpligtelse, som er omfattet af disse direktiver, specifikt er *forbudt* (enten i henhold til det pågældende direktiv eller en anden EU-foranstaltning), står det medlemsstaterne frit for at foreskrive det, de finder passende.

24 — Artikel 28, stk. 1, i direktivet om gennemsigtighedskrav henviser i tillæg hertil også til civilretlige sanktioner.

46. For det andet må det konstateres, at selv om den nationale ret endnu ikke har taget stilling til sagens faktiske omstændigheder for så vidt angår spørgsmålet om, og i givet fald i hvilket omfang, Immofinanz har givet vildledende oplysninger, som Alfred Hirmann lagde til grund for et aktiekøb, som han måske ellers ikke ville have foretaget, er visse faktiske omstændigheder ubestridt. Alfred Hirmann købte et antal aktier på en bestemt dato til en bestemt pris. Disse aktier blev erhvervet på det sekundære marked gennem en mægler (Aviso Zeta). Indskuddet blev indbetalt fuldt ud. Købet havde dog intet at gøre med en forhøjelse af den tegnede kapital i Immofinanz. Det var en helt ordinær aktietransaktion, som disse foretages hver eneste dag på aktiemarkedet.

47. For det tredje er det vigtigt ikke kun at sondre mellem civilretlige og administrative sanktioner på den ene side og strafferetlige sanktioner på den anden, men også at tage stilling til, hvad kernen i sagen ved den nationale ret, der har givet anledning til den foreliggende anmodning om præjudiciel afgørelse, virkelig er. I denne sag har Alfred Hirmann rejst krav om, at tiden skrues tilbage til den situation, som han ville have befundet sig i, hvis ikke han havde erhvervet aktierne, dvs. at erhvervelsen ophæves, og at han får sine penge tilbagebetalt med tillæg af renter fra den dato, hvor købsprisen blev betalt (den 7.1.2005), til datoen for afsigelse af den nationale rets dom. Man kan indledningsvis undre sig over, om et sådant krav overhovedet skal betegnes som et krav om pålæggelse af en »sanktion« – det synes mere at være et krav om tilbagebetaling eller et krav om, at selskabet skal holdes ansvarligt i henhold til civilretten for sin tilsidesættelse. I det omfang rettens afgørelse, dvs. om sagsøgeren gives medhold eller ej, afhænger af, om der forelå en pligt til at afgive korrekte oplysninger til en potentiel aktionær, og om denne forpligtelse ikke blev opfyldt, kan man måske sige, at den civilretlige sanktion for manglende opfyldelse (såfremt en sådan konstateres), som den nationale ret foreskriver, består i, at selskabet er forpligtet til at ophæve købet og tilbagebetale købsprisen. Forelå der ingen sådan forpligtelse, ville der heller ingen sanktion være for ikke at opfylde den (og endnu mindre en sanktion, der var »effektiv, stod i et rimeligt forhold til overtrædelsen og havde afskrækkende virkning«).

48. Endelig er det fornødent at tage stilling til en række tidsmæssige spørgsmål.

49. Alfred Hirmann erhvervede sine aktier den 7. januar 2005. Hvis og i det omfang han erhvervede dem på grundlag af vildledende oplysninger afgivet af Immofinanz, var det den dato, hvor tilsidesættelsen af forpligtelsen fandt sted. På den dato var fristen for gennemførelse af både det andet selskabsdirektiv (den 1.1.1994)<sup>25</sup> og markedsmisbrugsdirektivet (den 12.10.2004) udløbet. Den dato, som skal lægges til grund for en vurdering af, hvilket retsmiddel han kan gøre gældende, er dog ikke denne, men den dato, hvor han anlagde sag ved den nationale ret med påstand om ophævelse af aktieerhvervelsen. På det tidspunkt var fristen for gennemførelse af prospektdirektivet (den 1.7.2005), direktivet om gennemsigtighedskrav (den 20.1.2007) og garantidirektivet (en kodificering – den seneste frist for gennemførelse, som fremgår af bilag I, del B, er den 1.1.2007) også udløbet.

50. På denne baggrund går jeg nu over til at behandle de forskellige spørgsmål, som den nationale ret har forelagt.

## **Bedømmelse**

### *Det første, det andet og det tredje spørgsmål*

51. Den nationale rets tre første spørgsmål vedrører forskellige facetter af, hvorvidt det andet selskabsdirektiv var til hinder for en ophævelse af en aktieerhvervelse i et tilfælde, hvor et selskab havde tilsidesat sin forpligtelse til at afgive oplysninger til fremtidige investorer. Jeg vil derfor behandle dem samlet. Den forelæggende ret ønsker i det væsentlige oplyst, hvorvidt det andet selskabsdirektivs artikel 12, 15, 16, 18, 19 og/eller 42 var til hinder for en national lovgivning til gennemførelse af

25 — Jf. fodnote 2, hvoraf det fremgår, hvilken version af det andet selskabsdirektiv der fandt anvendelse på det pågældende tidspunkt.

direktiverne om aktionærbeskyttelse, hvorefter et aktieselskab, som har tilsidesat sin forpligtelse, ifalder ansvar som udsteder over for en investor og pålægges at godtgøre erhververen den erlagte pris og tage de erhvervede aktier tilbage. Endvidere ønsker den nationale ret oplyst, om det var i strid med det andet selskabsdirektiv at pålægge et aktieselskab en pligt til at opfylde denne forpligtelse, også selv om det ville omfatte en hæftelse med selskabets bundne formue (tegnet kapital og reserver), og/eller selv om det kunne medføre aktieselskabets insolvens.

52. Den nationale rets underliggende bekymring synes i det væsentlige at være, at de foranstaltninger, som Østrig har truffet til gennemførelse af »andre« EU-foranstaltninger – navnlig direktiverne til aktionærbeskyttelse – på en eller anden måde er foranstaltninger, som EU-lovgiver ikke ønskede, og at Østrig således (uforvarende) har skabt en situation, hvor det retsmiddel, der kan bringes i anvendelse ved krænkelse af rettigheder, der tillægges i henhold til et eller flere af disse direktiver, er et retsmiddel, som er i strid med det andet selskabsdirektiv. For at være til størst mulig nytte for den nationale ret vil jeg derfor anvende en lidt uortodoks fremgangsmåde i min analyse af de tre første spørgsmål. Først vil jeg undersøge, hvad disse tre direktiver siger (og endnu vigtigere ikke siger) om, hvorledes de skal gennemføres med fokus på den skønsmargin, som EU-lovgiver har overladt medlemsstaterne. Dernæst vil jeg undersøge det andet selskabsdirektiv og de (talrige) bestemmelser, som den forelæggende ret henviser til, og hvorom den ønsker oplyst, om en eller flere af disse bestemmelser ikke desto mindre udelukker en national bestemmelse som den i hovedsagen omhandlede.

#### *Direktiverne om aktionærbeskyttelse*

##### Prospektdirektivet

53. I henhold til prospektdirektivets artikel 6, stk. 1, skal medlemsstaterne sikre, at ansvaret for de oplysninger, der gives i et prospekt, som minimum bl.a. påhviler udstederen. Det følger heraf, at en national bestemmelse, hvorefter et aktieselskab, som udsteder, hæfter over for en investor, hvis oplysningspligten tilsidesættes, langt fra er i strid med, men derimod er fuldt ud forenelig med denne bestemmelse. Artikel 6, stk. 1, fastsætter ganske vist, at andre organer »alt efter omstændighederne« kan holdes ansvarlige for tilsidesættelse af oplysningspligten. Der er dog intet i det materiale, som Domstolen har fået forelagt i den foreliggende sag, der tyder på, at en anden enhed end Immofinanz, som udsteder, var ansvarlig for de oplysninger, der var indeholdt i prospektet. Under omstændigheder, hvor udstederen er ansvarlig for de afgivne oplysninger, er det i henhold til artikel 6 et klart krav, at denne holdes ansvarlig, hvis de afgivne oplysninger er ukorrekte eller vildledende.

54. Prospektdirektivets artikel 6, stk. 1, fastsætter ikke, hvilke »administrative foranstaltninger« der skal træffes, eller hvilke »administrative sanktioner« der kan pålægges, når et sådant ansvar er placeret. Artikel 6, stk. 2, fastsætter (udtrykkeligt), at medlemsstaterne »sikrer, at deres love og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar« finder anvendelse på »de personer, der er ansvarlige for oplysningerne i prospektet«, men anfører heller ikke her, hvilke civilretlige retsmidler der skal kunne bringes i anvendelse. Artikel 25 bekræfter blot, at de administrative foranstaltninger og sanktioner, som medlemsstaten skal pålægge, er »med forbehold af deres regler vedrørende civilretligt ansvar« (eller deres ret til at pålægge strafferetlige sanktioner).

55. Prospektdirektivet tillægger således medlemsstaterne vide skønsmargener under forbehold af de almindelige EU-retlige principper og andre relevante bestemmelser i EU-retten for så vidt angår arten af det retsmiddel, som de stiller til rådighed i deres regler vedrørende civilretligt ansvar.

56. Her bestemmer den nationale regel i hovedsagen, at købsprisen kan kræves tilbagebetalt, mod at aktierne tilbageleveres til selskabet. Hvorvidt det skal være muligt at anvende dette retsmiddel, tilkommer det medlemsstaten at træffe afgørelse om. Det er ikke åbenbart i strid med eller underminerer strafferetlige sanktioner eller administrative foranstaltninger eller sanktioner, der også kunne være fastsat. Prospektdirektivet er desuden bestemt ikke til hinder herfor. Det står klart i et rimeligt forhold til den skade, som investoren har lidt. Det er ikke åbenbart uforholdsmæssigt i forhold til tilsidesættelsen af oplysningskravene. Det kan afholde udstedere fra at vildlede investorer til at erhverve aktier ved ikke at opfylde deres oplysningsforpligtelse, og det vil derfor være både effektivt og have en afskrækkende virkning. Det er efter min opfattelse derfor både foreneligt med de almindelige EU-retlige principper og i overensstemmelse med de mål, der forfølges med prospektdirektivet.

#### Direktivet om gennemsigtighedskrav

57. Medlemsstaterne skal i henhold til artikel 7 i direktivet om gennemsigtighedskrav sikre, at ansvaret for de oplysninger, der skal opstilles og offentliggøres i henhold til direktivet, påhviler udstederen eller dennes administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer. En national bestemmelse, hvorefter et selskab, som udsteder, holdes ansvarligt for en tilsidesættelse af de forpligtelser, der påhviler det i medfør af dette direktiv, afspejler efter min opfattelse korrekt kravene i denne artikel. Efter min opfattelse udgør en sådan bestemmelse heller ikke en tilsidesættelse af ligebehandlingsprincippet i direktivets artikel 17.

58. Direktivet om gennemsigtighedskrav præciserer ikke, hvilke civile retsmidler der bør kunne bringes i anvendelse, hvis det fastslås, at udsteder er ansvarlig. I henhold til artikel 28, stk. 1, skal medlemsstaterne kun sikre, at »der mindst kan træffes hensigtsmæssige administrative foranstaltninger eller pålægges de ansvarlige personer civile og/eller administrative sanktioner« (uden at det berører deres ret til at pålægge strafferetlige sanktioner), med den tilføjelse, at »[m]edlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, står i rimeligt forhold til overtrædelsen og har afskrækkende virkning«.

59. Ligesom med prospektdirektivet har EU-lovgiver tillagt medlemsstaterne en vid skønsmargin. Et retsmiddel, hvorefter et selskab pålægges at tilbagebetale købsprisen og generhverve sine aktier, falder efter min opfattelse entydigt ind under denne skønsmargin og kan (som jeg har anført ovenfor) ikke anfægtes med henvisning til de almindelige EU-retlige principper. Det er efter min opfattelse heller ikke åbenbart i strid med eller underminerer strafferetlige sanktioner eller administrative foranstaltninger eller sanktioner, der også kunne være fastsat.

#### Markedsmisbrugsdirektivet

60. I henhold til markedsmisbrugsdirektivets artikel 14 skal medlemsstaterne sikre, at der kan træffes »passende administrative foranstaltninger« eller pålægges »administrative sanktioner« over for »de ansvarlige personer« i de tilfælde, hvor de bestemmelser, der er vedtaget i henhold til dette direktiv, ikke er blevet overholdt »[m]ed forbehold af medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner«. Ligesom prospektdirektivet og direktivet om gennemsigtighedskrav præciserer markedsmisbrugsdirektivet ikke, hvilke civile retsmidler der bør kunne bringes i anvendelse, hvis det fastslås, at udsteder er ansvarlig. Medlemsstaterne har derfor også her en vid skønsmargin under forbehold af de begrænsninger, der følger af de almindelige EU-retlige principper og andre relevante EU-bestemmelser. For så vidt som et aktieselskab har tilsidesat dette direktiv, er en national bestemmelse, hvorefter det holdes ansvarligt for denne tilsidesættelse, forenelig med ordlyden af og formålet med markedsmisbrugsdirektivets artikel 14.

61. Det retsmiddel, som er foreskrevet i national østrigsk ret i reglerne vedrørende civilretligt ansvar i forbindelse med placering af et sådant ansvar, falder efter min opfattelse entydigt ind under den skønsmargin, som medlemsstaterne råder over. Efter min opfattelse er det (af de årsager, som jeg har gjort rede for ovenfor) også i overensstemmelse med de almindelige EU-retlige principper. Endelig er det efter min opfattelse heller ikke åbenbart i strid med eller underminerer strafferetlige sanktioner eller administrative foranstaltninger eller sanktioner, der også kunne være fastsat.

62. Jeg konkluderer derfor, at prospektdirektivet, direktivet om gennemsigtighedskrav og markedsmisbrugsdirektivet ikke er til hinder for en national bestemmelse, hvorefter et aktieselskab, som tilsidesætter de forpligtelser, som påhviler det i henhold til disse direktiver, pålægges at generhverve sine aktier og tilbagebetale købsprisen til investoren.

#### *Det andet selskabsdirektiv*

63. Selv om en sådan national bestemmelse ikke er uforenelig med direktiverne om aktionærbeskyttelse (og selv om den synes at være i overensstemmelse med ordlyden heraf og fremmer målet hermed), er den så ikke desto mindre – som Immofinanz har gjort gældende – i strid med det andet selskabsdirektiv?

64. Immofinanz og Aviso Zeta har gjort gældende, at det andet selskabsdirektiv var til hinder for en sådan national bestemmelse, da den er i strid med princippet om kapitalbevarelse, forbuddet mod et selskabs erhvervelse af sine egne aktier og med ligebehandlingsprincippet. Nærmere bestemt har Immofinanz og Aviso Zeta gjort gældende, at det andet selskabsdirektiv var til hinder for at knytte en sådan hæftelse til et selskabs bundne formue eller for at gøre den så omfattende, at den kunne medføre aktieselskabets insolvens.

65. Alfred Hirmann, den portugisiske regering og Kommissionen har gjort gældende, at det andet selskabsdirektiv ikke var til hinder for en sådan national bestemmelse, heller ikke selv om et aktieselskab for at opfylde forpligtelsen ville være nødt til at anvende sin bundne kapital eller ville blive insolvent.

66. Den østrigske regering har begrænset sig til at henlede Domstolens opmærksomhed på to domme afsagt af Oberster Gerichtshof (Østrigs højesteret) dateret den 30. marts 2011<sup>26</sup> og den 15. marts 2012<sup>27</sup>, som den kan tilslutte sig. Oberster Gerichtshof fastslog i disse domme, at det andet selskabsdirektivs bestemmelser ikke var til hinder for ophævelse af en kontrakt om aktiekøb og tilbagebetaling af det erlagte beløb.

67. Jeg mener ikke, at det andet selskabsdirektiv er til hinder for den pågældende nationale bestemmelse.

68. Den forelæggende ret henviser til talrige bestemmelser i det andet selskabsdirektiv. For at gøre min analyse lidt mere overskuelig vil jeg behandle dem som følger. 1) Først vil jeg undersøge, hvorvidt en udbetaling til Alfred Hirmann i henhold til den nationale bestemmelse ville udgøre uddeling, som i henhold til artikel 15 er forbudt, og som i henhold til artikel 16 skal tilbagebetales. 2) Dernæst vil jeg undersøge bestemmelsen om, at et selskab ikke må erhverve sine egne aktier, og undtagelserne hertil (artikel 18, 19 og 20). 3) Efterfølgende vil jeg undersøge kravet om ligebehandling af aktionærer (artikel 42). 4) Analysen vil blive afsluttet med en undersøgelse af den sidste artikel, som den forelæggende ret har anført (artikel 12). 5) Endelig vil jeg tage stilling til, hvorvidt muligheden for, at et aktieselskab for at opfylde en sådan forpligtelse kan være nødt til at anvende sin bundne formue eller at blive insolvent, påvirker det resultat, som jeg kommer frem til.

26 — Sag 7 Ob 77/10i.

27 — Sag 6 Ob 28/12d.



Bestemmelserne om uddeling (artikel 15 og 16).

69. I henhold til artikel 15 må uddeling til aktionærene ikke finde sted, såfremt selskabets nettoaktiver, således som de fremgår af årsregnskabet, på statusdagen for det sidste regnskabsår er eller som følge af en sådan uddeling vil blive mindre end beløbet for den tegnede kapital (artikel 6 fastsætter det mindstebeløb, som kræves tegnet, for at et aktieselskab kan stiftes eller opnå tilladelse til at begynde at drive virksomhed). Omfattede begrebet »uddeling« et selskabs retlige ansvar for at tilbagebetale købsprisen til en investor under omstændigheder, hvor det havde tilsidesat sin oplysningspligt?

70. Begrebet »uddeling« i artikel 15 blev ikke defineret i det andet selskabsdirektiv, selv om artikel 15, stk. 1, litra d), bestemte, at det »[navnlig omfatter] udbetaling af udbytte og af renter i forbindelse med aktierne«. Efter min opfattelse skal dette begreb fortolkes således, at det ikke omfatter betaling til godtgørelse af en investor, som har lidt skade som følge af selskabets tilsidesættelse af sin oplysningspligt.

71. En sådan fortolkning er ikke i strid med formålet med artikel 15, som i henhold til anden og fjerde betragtning til det andet selskabsdirektiv var at sikre et mindstemål af ligelig beskyttelse såvel af selskabernes aktionærer som af deres kreditorer ved bl.a. at kræve, at aktieselskaber bevarer deres kapital »navnlig ved at forbyde, at kapitalen forringes gennem uberettigede uddelinger til aktionærene«. Hensigten er at undgå u hensigtsmæssige uddelinger af tegnet kapital til aktionærer *på grund af deres status som aktionærer*, som de er *uberettigede* til at modtage. Derimod er en udbetaling foretaget til en investor, som er blevet vildledt af et selskabs prospekt til at erhverve aktier, ikke foretaget på grund af dennes status som aktionær (af grunde, som jeg vil redegøre for i det følgende), og det er en godtgørelse, som den pågældende er berettiget til.

72. En sådan betaling iværksættes ikke af selskabet selv, men foretages for at opfylde en retlig forpligtelse. Pligten til at foretage betalingen udspringer af selskabets forhold til potentielle investorer, som fæster lid til prospektet, når de træffer beslutning om at investere, ikke af selskabets forhold til sine eksisterende aktionærer. Ville udfaldet af den foreliggende sag ved den nationale ret således være, at selskabet blev pålagt at foretage en betaling, ville den ske, fordi Alfred Hirmann er en tredjepartskreditor, som har et krav over for selskabet, og ikke fordi han er aktionær.

73. En sådan udbetaling udgør efter min opfattelse ikke »uddeling« af kapital som omhandlet i artikel 15, stk. 1, heller ikke selv om tredjepartskreditoren samtidig er aktionær i det pågældende selskab. Et par eksempler kan bidrage til at præcisere dette punkt.

74. Lad os f.eks. antage, at ejeren af den bygning, hvori selskabet har sine kontorer, er aktionær i selskabet, og at selskabet kom i restance med betalingen af forfalden leje. Ejeren ville i så fald stævne selskabet med krav om betaling af den forfaldne leje. Hans krav på leje ville ikke være begrundet i hans status som aktionær, og selskabets betaling af leje til ejeren (uanset om den skete på grundlag af korrespondance eller efter rettens pålæg) ville ikke udgøre uddeling af kapital som omhandlet i artikel 15.

75. Tilsvarende ville en medarbejder, som havde erhvervet eller modtaget aktier i selskabet, og som på et senere tidspunkt kom til skade på sit arbejde som følge af selskabets tilsidesættelse af dets omsorgspligt over for ham, have ret til at modtage en skadeserstatning fra selskabet som kompensation for den pågældende skade, som intet ville have at gøre med hans status som aktionær. Et selskabs udbetaling af skadeserstatning i et sådant tilfælde ville ikke udgøre uddeling af kapital.

76. Da en udbetaling til en tredjepartskreditor, som samtidig er aktionær, ikke udgør »uddeling« af kapital som omhandlet i artikel 15, er denne bestemmelse ikke til hinder for en sådan udbetaling.



77. Det andet selskabsdirektivs artikel 16 krævede kun, at uddeling, som er foretaget i strid med artikel 15, skal tilbagebetales. I lyset af den konklusion, som efter min opfattelse er den korrekte fortolkning af artikel 15, følger det, at artikel 16 ikke berører den foreliggende situation.

Bestemmelsen om, at et selskab ikke må erhverve sine egne aktier, og undtagelserne hertil

78. Det andet selskabsdirektivs artikel 18, stk. 1, indeholdt et forbud mod, at et selskabs aktier tegnes af selskabet selv. Artikel 19 bestemte dog, at medlemsstaterne kunne tillade et selskab at erhverve egne aktier under nærmere fastsatte betingelser, og i henhold til artikel 20 kunne medlemsstaterne undlade at anvende artikel 19 under visse omstændigheder, hvor et selskab erhvervede aktier.

79. Formålet med disse artikler var at beskytte aktionærer og kreditorer mod en markedsadfærd, som kunne medføre en nedsættelse af selskabets kapital og en stigning i aktiekursen på et forkeret grundlag. Et selskabs erhvervelse af sine egne aktier i henhold til en lovbestemt pligt er ikke til hinder for dette formål. Som den portugisiske regering og Kommissionen med rette har påpeget, har medlemsstaterne i henhold til artikel 20, stk. 1, litra d), udtrykkeligt lov til at give selskaber tilladelse til at erhverve aktier »i henhold til en lovbestemt pligt« uden at anvende de i artikel 19 fastsatte procedurer. For så vidt som den pågældende nationale bestemmelse pålægger et aktieselskab at (gen)erhverve sine aktier som en del af et retsmiddel i forbindelse med selskabets tilsidesættelse af sin pligt, er det således en erhvervelse i henhold til en lovbestemt pligt, som medlemsstaterne i henhold til artikel 20, stk. 1, litra d), udtrykkeligt har lov til at tillade.

80. Det følger således, at artikel 18 ikke var til hinder for den pågældende nationale bestemmelse.

#### Ligebehandlingsprincippet

81. Artikel 42 bestemte, at medlemsstaterne ved gennemførelsen af det andet selskabsdirektiv skulle »sikre en lige behandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation«. Denne pligt fandt, som det klart fremgik af ordlyden »[m]ed henblik på gennemførelsen af dette direktiv«, kun anvendelse inden for rammerne af dette bestemte direktiv<sup>28</sup>.

82. En aktionær, som har et lovbestemt krav på erstatning i forbindelse med aktiekøb, som er foretaget på grundlag af et vildledende prospekt, befinder sig ikke i samme situation som en aktionær, som ikke lagde det pågældende prospekt til grund. Princippet om ligebehandling af aktionærer er derfor ikke til hinder for at stille et retsmiddel til rådighed for en aktionær<sup>29</sup>, som har ret hertil.

#### Artikel 12

83. I henhold til andet selskabsdirektivs artikel 12 kunne aktionærene ikke fritages for pligten til at indbetale deres indskud, hvorved den kapital, som tegnes ved et selskabs stiftelse, beskyttes ved at kræve, at hele den tegnede kapital skal indskydes. Da Alfred Hirmann a) købte ordinære aktier på det sekundære marked og b) indbetalte det fulde beløb for disse aktier, har denne bestemmelse ingen relevans i den foreliggende sag.

28 — Jf. dom af 15.10.2009, sag C-101/08, Audiolux m.fl., Sml. I, s. 9823, præmis 37-42. Jf. også femte betragtning til det andet selskabsdirektiv.

29 — Har mere end en aktionær ret til et retsmiddel, vil den nationale ret klart være nødt til at anvende ligebehandlingsprincippet på alle aktionærer, der befinder sig i samme situation, ved fastsættelsen af omfanget af selskabets ansvar over for hver enkelt af dem.

Hvorledes forholder det sig, hvis en betaling kræver anvendelse af tegnet kapital eller reserver, eller hvis den kan medføre selskabets insolvens?

84. Jeg vil indledningsvis bemærke, at spørgsmålet, så vidt jeg kan bedømme, er hypotetisk. Det fremgår intetsteds af de akter i sagen, som Domstolen råder over, at Immofinanz, såfremt selskabet ved en retsafgørelse blev pålagt at generhverve 1 375,02406 aktier og at betale Alfred Hirmann 10 013,75 EUR med tillæg af renter, ville være nødt til at ty til reserver eller gøre indhug i den tegnede kapital for at opfylde denne forpligtelse.

85. Hvis og i det omfang det er nødvendigt for at besvare dette spørgsmål, er jeg fortsat af den opfattelse, at da en sådan betaling til en tredjepartskreditor ikke udgør uddeling af kapital som omhandlet i artikel 15, fandt de begrænsninger, som fastsættes heri for det kapitalbeløb, som et aktieselskab måtte uddele til sine aktionærer, ikke anvendelse på en sådan betaling. Det følger heraf, at et aktieselskabs udbetaling af godtgørelse til en investor som følge af selskabets tilsidesættelse af sine forpligtelser ikke ville have været forbudt i henhold til artikel 15, heller ikke selv om selskabets opfyldelse af dette ansvar ville have omfattet anvendelse af selskabets nettoformue og kunne have medført selskabets insolvens.

86. Jeg kan dog kun gentage, at ud fra de oplysninger, som Domstolen råder over, synes spørgsmålet at være hypotetisk snarere end reelt.

87. Jeg konkluderer derfor, at det andet selskabsdirektiv ikke var til hinder for en national bestemmelse som den i hovedsagen omhandlede.

#### *Det fjerde og det femte spørgsmål*

88. Den forelæggende rets fjerde og femte spørgsmål vedrører i det væsentlige det tidsmæssige hændelsesforløb, og jeg vil derfor behandle disse spørgsmål sammen. Den påståede tilsidesættelse fandt sted den 7. januar 2005. Alfred Hirmann anlagde sit søgsmål med krav om tilbagebetaling den 15. august 2011. Er garantidirektivet og/eller var det andet selskabsdirektiv til hinder for en national bestemmelse, der fastsætter en tilbagevirkende ophævelse af en aftale om aktiekøb, som resulterer i tilbagebetaling af den oprindelige købspris, som blev erlagt den dag, hvor tilsidesættelsen fandt sted (tilbagebetaling baseret på aktieværdien ex tunc)? Eller skal udsteders ansvar i henhold til disse direktiver fastsættes på grundlag af aktiekursen på det tidspunkt, hvor kravet blev fremsat (tilbagebetaling baseret på aktieværdien ex nunc)?

89. Alfred Hirmann har gjort gældende, at han har ret til den oprindelige købspris (med tillæg af renter) med den begrundelse, at han ikke ville have købt aktierne, hvis ikke han var blevet vildledt. Den østrigske regering, som er enig med Oberster Gerichtshof<sup>30</sup> i, at aktionærbeskyttelsen har forrang for målet om at bevare et selskabs aktiekapital intakt, har ikke som sådan taget stilling til disse spørgsmål.

90. Immofinanz har derimod gjort gældende, at en tilladelse til, at en investor kan kræve den oprindelige købspris tilbagebetalt, vil kunne skabe den samme virkning, som havde selskabet været erklæret ugyldigt. Det ville skabe retlig usikkerhed og være i strid med garantidirektivets artikel 12 og 13, som indeholder en udtømmende liste over de betingelser, som skal være opfyldt, for at et selskab kan erklæres ugyldigt. Immofinanz har (med henvisning til E. Friz-dommen<sup>31</sup> og på dette

30 — Fodnote 26 og 27.

31 — Nævnt ovenfor i punkt 39.

punkt med støtte af Aviso Zeta) yderligere gjort gældende, at selskabets fortsatte drift skal prioriteres meget højt. Skal aktiekøbet omgøres, aktierne tilbageleveres til Immofinanz og pengene tilbagebetales, skal det beløb, som skal tilbagebetales, beregnes ex nunc (dvs. på grundlag af værdien af aktierne, da kravet blev fremsat) og ikke ex tunc (på grundlag af den oprindelige købspris).

91. Den portugisiske regering og Kommissionen er af den opfattelse, at garantidirektivets artikel 12 og 13 ikke finder anvendelse. En ophævelse af aktiehandelen vil ikke medføre, at selskabet Immofinanz er ugyldigt. En sådan afgørelse tilkommer det en domstol at træffe. Endvidere kræver hverken disse artikler i garantidirektivet eller det andet selskabsdirektiv, at ophævelse af en aftale kun skal have ex nunc-virkninger, eller at et eventuelt ansvar skal fastsættes på et ex nunc-grundlag. Kommissionen har tilføjet, at det tilkommer den nationale ret at tage stilling til rækkevidden af en udsteders ansvar under hensyn til princippet om ligebehandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation.

92. Jeg er enig med den portugisiske regering og Kommissionen.

93. Garantidirektivets artikel 12, litra a), bestemmer, at »[u]gyldigheden skal fastslås ved retsafgørelse«, og at ugyldighed kun kan fastslås i de tilfælde, der er udtømmende nævnt i artikel 12, litra b), nr. i)-vi). Artikel 13 omhandler virkningerne af en sådan ugyldighed. En retsafgørelse, hvorefter et selskab ifalder ansvar over for en investor, er dog ikke det samme som, at selskabet erklæres ugyldigt. Garantidirektivets artikel 12 og 13 er derfor åbenbart uden relevans for så vidt angår det ansvar, som et aktieselskab, der har tilsidesat sine oplysningsforpligtelser, ifalder, og har ingen betydning for spørgsmålet om, hvorvidt et sådant ansvar skaber ex nunc- eller ex tunc-virkninger.

94. Direktiverne til aktionærbeskyttelse indeholder ingen særlige krav for så vidt angår arten af de retsmidler, som en medlemsstat skal pålægge, hvis en udsteder tilsidesætter sin oplysningspligt, bortset fra at de pågældende sanktioner skal være »effektive, stå i et rimeligt forhold til overtrædelsen og have afskrækkende virkning«. Medlemsstaterne er således tillagt en vid skønsmargin, som nødvendigvis omfatter at tage stilling til, hvorvidt ophævelsen af et aktiekøb skal skabe ex tunc- eller ex nunc-virkninger.

95. Domstolen fastslog i sagen E. Friz<sup>32</sup>, at en forbruger, som udnyttede sin ret til at tilbagekalde en indtrædelse, efter et uanmodet dørsalg, i en lukket ejendomsfond i form af et personselskab (direktiv 85/577)<sup>33</sup>, ikke var til hinder for ophævelse af aftalen med ex nunc-virkning<sup>34</sup>. Denne dom kan ikke læses således, at det er et *krav*, at medlemsstaterne inden for rammerne af de her omhandlede andre direktiver skal sikre, at ophævelse af et aktiekøb som følge af et selskabs tilsidesættelse af sin oplysningspligt kun har ex nunc-virkninger.

96. Endelig er der efter min opfattelse intet i ordlyden af det andet selskabsdirektivs artikel 12, 15, 16, 18, 19 og/eller 42, der kan fortolkes som et sådant krav. Jeg deler Kommissionens opfattelse af, at det kan være fornødent for en national ret at træffe foranstaltninger til sikring af, at alle aktionærer, som har købt aktier på grundlag af de samme vildledende oplysninger, behandles lige i overensstemmelse med artikel 42. Bortset fra det mener jeg, at alle disse artikler er irrelevante for løsningen af spørgsmålet om ex tunc- eller ex nunc-virkninger. Som jeg allerede har påpeget, er det et spørgsmål, som det tilkommer den nationale ret at tage stilling til.

32 — Ibidem.

33 — Rådets direktiv 85/577/EØF af 20.12.1985 om forbrugerbeskyttelse i forbindelse med aftaler indgået uden for fast forretningssted (EFT L 372, s. 31).

34 — E. Friz-dommen, nævnt ovenfor i punkt 39, præmis 50.

### **Forslag til afgørelse**

97. På baggrund af ovenstående betragtninger mener jeg, at Domstolen bør besvare de spørgsmål, som Handelsgericht Wien har forelagt, således:

- »1) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF, Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF er ikke til hinder for en national bestemmelse, hvorefter et aktieselskab, som tilsidesætter sine forpligtelser i henhold til disse direktiver, pålægges at generhverve sine aktier og tilbagebetale købsprisen til investoren. Artikel 12, 15, 16, 18, 19 og/eller 42 i Rådets direktiv 77/91/EØF er heller ikke til hinder for en sådan national bestemmelse.
- 2) Hverken Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/101/EF eller Rådets direktiv 77/91/EØF er til hinder for en tilbagevirkende ophævelse af en aftale om aktiekøb, som omfatter tilbagebetaling af den oprindelige købspris.«