



## Samling af Afgørelser

DOMSTOLENS DOM (Anden Afdeling)

19. december 2013\*

»Præjudiciel forelæggelse — selskabsret — andet direktiv 77/91/EØF — et aktieselskabs ansvar for tilsidesættelse af sine informationsforpligtelser — unøjagtige oplysninger i et tegningsprospekt — ansvarets omfang — en medlemsstats lovgivning, der foreskriver tilbagebetaling af den pris, som en erhverver har betalt for de tegnede aktier«

I sag C-174/12,

angående en anmodning om præjudiciel afgørelse i henhold til artikel 267 TEUF, indgivet af Handelsgericht Wien (Østrig) ved afgørelse af 26. marts 2012, indgået til Domstolen den 12. april 2012, i sagen:

**Alfred Hirmann**

mod

**Immofinanz AG,**

procesdeltager:

**Aviso Zeta AG,**

har

DOMSTOLEN (Anden Afdeling)

sammensat af afdelingsformanden, R. Silva de Lapuerta, og dommerne J.L. da Cruz Vilaça (refererende dommer), G. Arestis, J.-C. Bonichot og A. Arabadjiev,

generaladvokat: E. Sharpston

justitssekretær: fuldmægtig K. Malacek,

på grundlag af den skriftlige forhandling og efter retsmødet den 17. april 2013,

efter at der er afgivet indlæg af:

- Alfred Hirmann ved Rechtsanwälte S. Ganahl og J. Moyal
- Immofinanz AG ved Rechtsanwälte A. Zahradnik og B. Rieder
- Aviso Zeta AG ved Rechtsanwalt A. Jank

\* Processprog: tysk.

- den østrigske regering ved A. Posch, som befuldmægtiget
  - den portugisiske regering ved L. Inez Fernandes og D. Tavares, som befuldmægtigede
  - Europa-Kommissionen ved G. Braun og R. Vasileva, som befuldmægtigede,
- og efter at generaladvokaten har fremsat forslag til afgørelse i retsmødet den 12. september 2013, afsagt følgende

### Dom

- 1 Anmodningen om præjudiciel afgørelse vedrører fortolkningen af:
  - artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 i Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel [48, stk. 2, EF] nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (EFT L 26, s. 1), som ændret ved Rådets direktiv 92/101/EØF af 23. november 1992 (EFT L 347, s. 64, herefter »andet direktiv«)
  - artikel 14 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (EUT L 96, s. 16, herefter »markedsmisbrugsdirektivet«)
  - artikel 6 og 25 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 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, herefter »prospektdirektivet«)
  - artikel 7, 17 og 28 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 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, herefter »gennemsigtighedsdirektivet«)
  - artikel 12 og 13 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/101/EF af 16. september 2009 om samordning af de garantier, som kræves i medlemsstaterne af de i [artikel 48, stk. 2, EF] nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (EUT L 258, s. 11).
- 2 Denne anmodning er indgivet inden for rammerne af en sag anlagt af Alfred Hirmann mod selskabet Immofinanz AG (herefter »Immofinanz«) med påstand om ophævelse af et køb af aktier i sidstnævnte.

### Retsforskrifter

#### *EU-retten*

- 3 Fjerde betragtning til andet direktiv har følgende ordlyd:

»[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 aktionærerne og ved at begrænse et selskabs mulighed for at erhverve egne aktier.«

4 Andet direktivs artikel 12, 15, 16, 18-20 og 42 fastsætter navnlig:

»*Artikel 12*

Med forbehold af bestemmelserne om nedsættelse af den tegnede kapital kan aktionærene ikke fritages for pligten til at indbetale deres indskud.

[...]

*Artikel 15*

1.

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

[...]

*Artikel 16*

Enhver uddeling, der er foretaget i strid med artikel 15, skal tilbagebetales af de aktionærer, der har modtaget dem, såfremt selskabet kan 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*

1. Et selskabs aktier kan ikke tegnes af selskabet selv.

[...]

*Artikel 19*

1. Såfremt lovgivningen i en medlemsstat tillader et selskab at erhverve egne aktier enten selv eller gennem en person, der handler i eget navn, men for selskabets regning, skal den for disse erhvervelser i det mindste kræve følgende betingelser opfyldt:

- a) [B]emyndigelsen til erhvervelsen skal gives af generalforsamlingen, som fastsætter de nærmere bestemmelser vedrørende de påtænkte erhvervelser og navnlig det største antal aktier, der skal erhverves, bemyndigelsens gyldighedsperiode, som ikke må overstige atten måneder, og i tilfælde af erhvervelse ved en gensidig bebyrdende retshandel mindste og højeste vederlag [...]

[...]

## Artikel 20

1. Medlemsstaterne kan undlade at anvende artikel 19:

[...]

d) på aktier, der erhverves i henhold til en lovbestemt pligt eller som følge af en retsafgørelse [...]

[...]

## Artikel 42

Med henblik på gennemførelsen af dette direktiv skal medlemsstaternes lovgivninger sikre en lige behandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation.«

5 »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.«

6 Formålet med »prospektdirektivet« er ifølge tiende betragtning dertil at sikre investorbekyttelse og markedseffektivitet.

7 Nævnte direktivs artikel 6 og 25, stk. 1, har følgende ordlyd:

### »Artikel 6

#### Ansvar i tilknytning til prospektet

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.

[...]

## Artikel 25

#### Sanktioner

1. 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.

[...]«

8 »Gennemsigtighedsdirektivets« artikel 7, 17, stk. 1, og 28, stk. 1, har følgende ordlyd:

»*Artikel 7*

Ansvar og erstatningsansvar

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.

[...]

*Artikel 17*

Oplysningskrav til udstedere, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked

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.

[...]

*Artikel 28*

Sanktioner

1. 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.

[...]«

9 For at skabe retssikkerhed i forholdet mellem selskabet og tredjemand såvel som i forholdet mellem selskabsdeltagerne er det ifølge tiende betragtning til direktiv 2009/101 nødvendigt at begrænse ugyldighedsgrundene samt ugyldighedsafgørelsens tilbagevirkende kraft og at fastsætte en kort frist for indsigelser fra tredjemand mod denne afgørelse.

10 Nævnte direktivs artikel 12 fastsætter:

»Medlemsstaternes lovgivning kan kun indrette deres regler om selskabers ugyldighed i overensstemmelse med følgende bestemmelser:

- a) Ugyldigheden skal fastslås ved en retsafgørelse.
- b) Ugyldighed kan kun fastslås i de i nr. i)-vi) nævnte tilfælde:

[...]

Bortset fra ovennævnte ugyldighedstilfælde kan et selskab ikke af nogen grund erklæres for ikke-eksisterende, absolut eller relativt ugyldigt, anfægteligt eller for en nullitet.«

11 Samme direktivs artikel 13 fastsætter:

»1. Artikel 3 er afgørende for, om en retsafgørelse, hvorved ugyldighed fastslås, kan påberåbes over for tredjemand. Dersom den nationale lovgivning tillader tredjemand at påklage afgørelsen, kan dette kun ske inden for en frist af seks måneder efter retsafgørelsens offentliggørelse.

2. Ugyldighed bevirker, at selskabet træder i likvidation på samme måde som ved opløsning af selskaber.

3. Med forbehold af virkningerne af, at selskabet er under likvidation, påvirker dets ugyldighed som sådan ikke gyldigheden af forpligtelser, som selskabet har påtaget sig, eller som er påtaget over for selskabet.

4. Medlemsstaternes lovgivning kan fastsætte retsvirkningerne af ugyldigheden i forholdet mellem selskabsdeltagerne.

5. Indehaverne af andele eller aktier forbliver pligtige til at indbetale den tegnede, men ikke indbetalte kapital i det omfang, hvori de over for fordringshaverne påtagne forpligtelser gør det fornødent.«

#### *Østrigsk ret*

12 § 5 i Kapitalmarktgesetz (kapitalmarkedsløven) af 6. december 1991 (BGBl. 625/1991), bestemmer:

»(1) Fremsættes et prospektpligtigt tilbud uden forudgående offentliggørelse af et prospekt eller af de i § 6 omhandlede oplysninger, kan en investor, der er forbruger som omhandlet i § 1, stk. 1, andet punktum, i Konsumentenschutzgesetz (forbrugerbeskyttelsesloven), 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.«

13 Nævnte lovs § 6, stk. 2, bestemmer:

»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 forbrugerbeskyttelseslovens § 1, stk. 1, nr. 2, gælder også den i § 5, stk. 4, nævnte frist.«

14 Kapitalmarkedsløvens § 11, stk. 1 og 6, har følgende ordlyd:

»(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 [...]«

- 15 § 52 i Aktiengesetz (aktieloven) af 6. september 1965 (BGBl. I, 98/1965, s. 1086), som ændret ved lov af 22. september 2005 (BGBl. I, 2005, s. 2802), bestemmer:

»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).«

### **Twisten i hovedsagen og de præjudicielle spørgsmål**

- 16 Den 7. januar 2005 købte Alfred Hirmann aktier i Immofinanz til en værdi af 10 013,75 EUR. Erhvervelsen skete via finansieringsselskabet Aviso Zeta AG (herefter »Aviso Zeta«) på det sekundære marked og ikke i forbindelse med en kapitaludvidelse. Erhververen indbetalte købsprisen til Aviso Zeta, og de omhandlede aktier blev bogført i et værdipapirdepot i dette selskab i Alfred Hirmanns navn.
- 17 I tvisten i hovedsagen har Alfred Hirmann gjort gældende, at Immofinanz har truffet ulovlige foranstaltninger med henblik på at understøtte kursen på aktierne i sidstnævnte. Således skulle aktierne være blevet købt via datterselskaber i Aviso Zeta-koncernen, som også kontrollerer Immofinanz, med henblik på markedsmanipulation.
- 18 Desuden har Alfred Hirmann gjort gældende, at han erhvervede aktierne på grundlag af Immofinanz' prospekt vedrørende kapitalmarkedet på daværende tidspunkt. Dette selskab havde i prospektet anført, at erhvervelse af dets aktier var en sikker og risikofri investering. Prospektet indeholdt imidlertid ufuldstændige, falske og bedrageriske oplysninger. Af denne grund er der indledt en strafferetlig efterforskning mod medlemmerne af Immofinanz' tidligere direktion, og denne efterforskning verserer i øjeblikket.
- 19 Under disse omstændigheder har Alfred Hirmann for den forelæggende ret nedlagt påstand om ophævelse af aftalen om aktiekøbet i medfør af erstatningsretten. Med henblik herpå har han særligt påstået, at Immofinanz dømmes til at tilbagebetale et beløb svarende til den oprindelige købspris for aktierne, forhøjet med renter mod tilbagelevering af aktierne til dette selskab.
- 20 Ifølge Immofinanz er denne påstand i strid med ufravigelige principper i national ret og i EU-retten om aktieselskaber, navnlig vedrørende krav til sidstnævnte om kapitalbevarelse. Hvis dette selskab skulle bære et ansvar i forhold til Alfred Hirmann, ville det føre til beskyttelse af en enkelt aktionær til skade for de øvrige aktionærer og også for selskabets kreditorer.
- 21 Handelsgericht Wien, som er af den opfattelse, at en fortolkning af EU-retten er nødvendig, for at den kan træffe afgørelse i den sag, der er indbragt for den, har besluttet at forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:
- »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

— [»gennemsigthedsdirektivets«] artikel 7, 17 og 28

— [»markedsmisbrugsdirektivets«] artikel 14

forenes med [andet direktivs artikel 12, 15, 16, 19 og 42]?

- 2) Skal [andet direktivs] artikel 12, 15, 16, og i særdeleshed artikel 18, 19 samt 42, fortolkes således, at de er til hinder for en national ordning, hvorefter et aktieselskab på grundlag af det i [det første spørgsmål] nævnte ansvar skal godtgøre erhververen den erlagte pris og tage den erhvervede aktie tilbage?
- 3) Skal [andet direktivs] artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 fortolkes således, at et aktieselskabs ansvar som nævnt i [det første spørgsmål]
  - også kan omfatte en hæftelse med selskabets bundne formue [tegnet kapital og reserver som omhandlet i [andet direktivs] artikel 15, stk. 1, litra a,] henholdsvis
  - også gælder, selv om det kan medføre aktieselskabets insolvens?
- 4) Skal artikel 12 og 13 i [direktiv 2009/101] 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. dom af 15.4.2010, sag C-215/08, E. Friz, Sml. I, s. 2947]?
- 5) Skal [andet direktivs] artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 samt artikel 12 og 13 i [direktiv 2009/101] 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?»

## Om de præjudicielle spørgsmål

### *Om det første og det andet spørgsmål*

- 22 Med det første og andet spørgsmål, som skal behandles samlet, ønsker den forelæggende ret oplyst, om andet direktivs artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 skal fortolkes således, at de er til hinder for en national ordning, som inden for rammerne af gennemførelsen af »prospektdirektivet«, »gennemsigthedsdirektivet« og »markedsmisbrugsdirektivet« fastsætter dels et aktieselskabs ansvar som udsteder over for en erhverver af aktier i dette selskab på grund af krænkelse af informationsforpligtelser i henhold til disse sidstnævnte direktiver, dels på grund af dette ansvar fastsætter en pligt for det pågældende selskab til at godtgøre erhververen et beløb svarende til købsprisen for aktierne og til at tage dem tilbage.
- 23 De bestemmelser i andet direktiv, som de to ovennævnte spørgsmål henviser til, har i det væsentlige til formål at sikre bevarelsen af aktieselskabers selskabskapital og en lige behandling af aktionærene.
- 24 Hvad angår formålet vedrørende bevarelse af kapitalen fremgår det af anden betragtning til andet direktiv, at for 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. Ifølge fjerde betragtning til samme direktiv har dette til formål at bevare kapitalen, som udgør kreditorernes sikkerhed, navnlig ved at forbyde, at kapitalen forringes gennem uberettigede uddelinger



til aktionærerne og ved at begrænse et selskabs mulighed for at erhverve egne aktier. Begrundelsen for sidstnævnte begrænsning er særligt behovet for at beskytte aktionærerne og kreditorerne mod adfærd på markedet, der kan nedsætte et selskabs kapital og bevirke, at kursen for dets aktier stiger kunstigt.

- 25 Med henblik herpå er der ved andet direktiv nærmere bestemt fastsat en pligt for aktionærerne til at indbetale deres indskud (artikel 12), et forbud for selskabet mod at tilbagebetale dem (artikel 15), en pligt for aktionærerne til at tilbagebetale uddelinger, der er foretaget i strid med nævnte direktivs artikel 15 (artikel 16), et forbud for selskabet mod at besidde egne aktier (artikel 18) samt betingelserne for, at sidstnævnte forbud kan fraviges (artikel 19).
- 26 Hvad dernæst angår formålet vedrørende en lige behandling af aktionærerne bestemmer andet direktivs artikel 42, at medlemsstaternes lovgivninger med henblik på gennemførelsen af dette direktiv skal sikre en lige behandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation.
- 27 Det fremgår af såvel ordlyden af som formålet med de bestemmelser, der er nævnt i de to foregående præmisser, at de kun tilsigter en regulering af det retlige forhold mellem selskabet og dets aktionærer, som udelukkende følger af selskabskontrakten, og at de kun tager sigte på det pågældende selskabs interne forhold.
- 28 Heraf følger, således som Alfred Hirmann, den østrigske og den portugisiske regering samt Europa-Kommissionen har anført, at de omhandlede bestemmelser i andet direktiv ikke kan være til hinder for en national lovgivning, som indfører et princip om det udstedende selskabs ansvar for udbredelse af urigtige oplysninger i strid med kapitalmarkedsretlige bestemmelser, og som bestemmer, at dette ansvar indebærer, at selskabet er forpligtet til at godtgøre erhververen et beløb svarende til købsprisen for aktierne og til at tage dem tilbage.
- 29 I en sådan situation udspringer det pågældende selskabs ansvar over for investorerne, som også er aktionærer, på grund af nogle af selskabet begåede uregelmæssigheder før eller efter deres erhvervelse af aktier nemlig ikke af selskabskontrakten og omhandler ikke udelukkende nævnte selskabs interne forhold. Det drejer sig i et sådant tilfælde om et ansvar, der udspringer af aftalen om aktiekøbet.
- 30 Desuden bemærkes vedrørende det princip, som er fastsat i andet direktivs artikel 42, hvorefter aktionærerne skal behandles lige, at de aktionærer, som har lidt tab på grund af en fejl, som selskabet begik før eller på tidspunktet for deres erhvervelse af aktier, ikke befinder sig i samme situation som de aktionærer i samme selskab, hvis retlige situation ikke er blevet berørt af denne fejl.
- 31 Dette er netop grunden til, at andet direktivs artikel 20, stk. 1, litra d), tillader et selskab at erhverve egne aktier bl.a. i henhold til en lovbestemt pligt. En sådan erhvervelse kan ikke anses for at have til formål at nedsætte selskabets kapital eller kunstigt øge kursen for selskabets aktier.
- 32 Under disse omstændigheder udgør en udbetaling fra et selskab til en aktionær på grund af uregelmæssigheder, som selskabet har begået før eller på tidspunktet for erhvervelsen af aktier i selskabet, ikke en uddeling af kapital i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i andet direktivs artikel 15, og følgelig skal en sådan uddeling ikke være underlagt betingelserne i denne artikel.
- 33 Det argument, som Immofinanz fremførte under retsmødet, hvorefter nævnte artikel i andet direktiv er til hinder for, at en investor anlægger et erstatningssøgsmål mod et selskab, som har vildledt ham i kraft af udbredelse af urigtige oplysninger, kan derfor ikke tiltrædes.
- 34 Tilsvarende henhører den omstændighed, at et selskab tilbagetager aktier fra en investor, som har købt dem på grundlag af urigtige oplysninger, hvis udbredelse kan tilskrives dette selskab, ikke under anvendelsesområdet for artikel 18 i andet direktiv. Selskabets erhvervelse af egne aktier følger i et sådant tilfælde af en lovbestemt pligt, hvorefter dette selskab er forpligtet til at godtgøre den skadelidte investor, hvilket er en forpligtelse, som er fuldstændig forskellig fra denne artikels ratio legis.

- 35 Desuden fremgår det af forelæggelsesafgørelsen, nærmere bestemt af ordlyden af de præjudicielle spørgsmål, at den i hovedsagen omhandlede nationale lovgivning har til formål at gennemføre bl.a. »prospektdirektivets« artikel 6 og 25, »gennemsigthedsdirektivets« artikel 7, 17 og 28 samt »markedsmisbrugsdirektivets« artikel 14 i national ret.
- 36 »Prospektdirektivets« artikel 6, stk. 1, fastsætter navnlig, at medlemsstaterne skal sikre, at ansvaret for de oplysninger, der gives i et prospekt, som minimum påhviler udstederen.
- 37 Desuden bestemmer »gennemsigthedsdirektivets« artikel 7, at medlemsstaterne skal sikre, at ansvaret for de oplysninger, der skal opstilles og offentliggøres i henhold til dette direktiv, i det mindste påhviler udstederen. Ifølge dette direktivs artikel 17, stk. 1, skal udstederen sikre lige behandling af alle aktionærer, der befinder sig i samme situation.
- 38 Det må konstateres, at en national lovgivning, der fastsætter et aktieselskabs ansvar som udsteder af værdipapirer over for en investor i tilfælde af tilsidesættelse af informationsforpligtelser, som påhviler dette selskab, opfylder kravene i »prospektdirektivets« artikel 6, stk. 1, og »gennemsigthedsdirektivets« artikel 7 uden at rejse tvivl om det ligebehandlingsprincip, der er fastsat i sidstnævnte direktivs artikel 17, stk. 1.
- 39 Desuden bestemmer »prospektdirektivets« artikel 25, stk. 1, »gennemsigthedsdirektivets« artikel 28, stk. 1, og »markedsmisbrugsdirektivets« artikel 14, stk. 1, som er affattet i lignende vendinger, bl.a. at medlemsstaterne med forbehold af deres ret til at pålægge strafferetlige sanktioner i henhold til national ret skal 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 disse direktiver, ikke er blevet overholdt, og at sådanne foranstaltninger skal være effektive, stå i rimeligt forhold til overtrædelsen og have afskrækkende virkning.
- 40 Selv om »gennemsigthedsdirektivets« artikel 28, stk. 1, og »markedsmisbrugsdirektivets« artikel 14, stk. 1, ganske vist i modsætning til »prospektdirektivets« artikel 25, stk. 1, ikke udtrykkeligt henviser til medlemsstaternes ordninger for erstatningsansvar, har Domstolen ikke desto mindre allerede med hensyn til tilkendelse af erstatning og en eventuel mulighed for at tildele en godtgørelse, der har karakter af en sanktion, fastslået, at det i fravær af EU-retlige bestemmelser på området tilkommer den enkelte medlemsstat i sit retssystem at fastsætte de kriterier, hvorefter erstatningens omfang kan fastlægges, for så vidt som principperne om ligebehandling og effektivitet overholdes (jf. analogt dom af 13.7.2006, forenede sager C-295/04 - C-298/04, Manfredi m.fl., Sml. I, s. 6619, præmis 92, og af 6.6.2013, sag C-536/11, Donau Chemie m.fl., ECLI:EU:C:2013:366, præmis 25-27).
- 41 Dermed følger det af det ovenstående, at der med forbehold for iagttagelse af EU-retten tilkommer medlemsstaterne en skønsmargen ved valget af sanktioner for udstedende selskabers tilsidesættelse af de forpligtelser, der påhviler dem i henhold til disse direktiver.
- 42 Det følger ligeledes af det foregående, at når udstederen af aktier er ifaldet ansvar, tilkommer det medlemsstaterne at fastsætte de erstatningsretlige foranstaltninger.
- 43 I det foreliggende tilfælde udgør den erstatningsretlige ordning, der er fastsat i den i hovedsagen omhandlede nationale lovgivning, en hensigtsmæssig afhjælpning i forhold til den af investoren lidte skade og udstederens tilsidesættelse af informationsforpligtelsen. Den kan desuden afskrække udstederne fra at vildlede investorerne.
- 44 Indførelsen af en sådan erstatningsordning henhører derfor under den skønsmargen, der tilkommer medlemsstaterne, og er ikke i strid med EU-retten.

45 Følgelig skal det første og andet spørgsmål besvares med, at andet direktivs artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 skal fortolkes således, at de ikke er til hinder for en national ordning, som inden for rammerne af gennemførelsen af »prospektdirektivet«, »gennemsigthedsdirektivet« og »markedsmisbrugsdirektivet« dels fastsætter et aktieselskabs ansvar som udsteder over for en erhverver af aktier i dette selskab på grund af krænkelse af informationsforpligtelser i henhold til de sidstnævnte direktiver, dels på grund af dette ansvar fastsætter en pligt for det pågældende selskab til at godtgøre erhververen et beløb svarende til købsprisen for aktierne og til at tage dem tilbage.

#### *Det tredje spørgsmål*

46 Med det tredje spørgsmål ønsker den forelæggende ret oplyst, om andet direktivs artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 skal fortolkes således, at de er til hinder for, at en national ordning fastsætter, at en pligt for det udstedende selskab til at godtgøre erhververen et beløb svarende til købsprisen for aktierne og til at tage dem tilbage også omfatter en hæftelse med selskabets bundne formue (tegnet kapital og reserver) og kan medføre selskabets insolvens.

47 Således som generaladvokaten har anført i punkt 84 i forslaget til afgørelse, er dette spørgsmål af rent hypotetisk karakter, eftersom den forelæggende ret ikke har anført nogen begrundelse i forelæggelsesafgørelsen for, at besvarelsen af dette spørgsmål kan være nyttigt for den med henblik på afgørelse af tvisten i hovedsagen, idet den har nøjedes med i generelle vendinger at henvise til den potentielle risiko for det udstedende selskabs insolvens.

48 Under disse omstændigheder er det ikke nødvendigt at besvare det tredje spørgsmål.

#### *Det fjerde spørgsmål*

49 Med det fjerde spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om artikel 12 og 13 i direktiv 2009/101 skal fortolkes således, at de er til hinder for en national ordning, der under omstændigheder som i hovedsagen fastsætter en ophævelse aftalen om aktiekøb med tilbagevirkende kraft.

50 Artikel 12, stk. 1, litra a) og b), i direktiv 2009/101 indeholder en udtømmende opregning af, på hvilke betingelser selskabers ugyldighed kan fastslås ved en retsafgørelse. Denne artikels stk. 2 bestemmer, at et selskab ikke – bortset fra de i stk. 1 nævnte ugyldighedstilfælde – af nogen grund kan erklæres for ikke-eksisterende, absolut eller relativt ugyldigt, anfægteligt eller for en nullitet.

51 Nævnte direktivs artikel 13 fastsætter bl.a. konsekvenserne af, at en sådan ugyldighed fastslås.

52 Det bemærkes, at den i hovedsagen omhandlede nationale lovgivning indfører et princip om det udstedende selskabs ansvar for udbredelse af urigtige oplysninger i strid med kapitalmarkedsretlige bestemmelser og bestemmer, at dette ansvar indebærer, at selskabet er forpligtet til at godtgøre erhververen et beløb svarende til købsprisen for aktierne og til at tage dem tilbage.

53 En sådan lovgivning har bl.a. til formål at bringe skadelidte i samme situation som før den skadevoldende handling ved at stille krav om dels, at erhververen godtgøres et beløb svarende til købsprisen for aktierne med tillæg af renter, dels at aktierne forbliver en del af det pågældende selskabs kapital på lige fod med de øvrige aktier.

54 Heraf følger, at en erstatningsordning, som finder anvendelse på selskaber på grund af en tilsidesættelse af bestemte kapitalmarkedsretlige bestemmelser, er fuldstændig forskellig fra de procedurer for selskabers ugyldighed, som fremgår af artikel 12 og 13 i direktiv 2009/101.

- 55 Følgelig er artikel 12 og 13 i direktiv 2009/101 uden betydning for det fjerde spørgsmål, som den forelæggende ret her forelagt, idet en ophævelse af aftalen om aktiekøb med tilbagevirkende kraft ikke kan medføre selskabets ugyldighed.
- 56 Den forelæggende ret er særligt i tvivl om, hvorvidt den retspraksis, der blev fastslået i E. Friz-dommen, eventuelt kan finde anvendelse i det foreliggende tilfælde.
- 57 Domstolen udtalte sig i denne dom om, hvorvidt en national lovgivning, som kun tillagde en forbrugers ret til at fortryde sin indtrædelse i en ejendomsfond i form af et personselskab ex nunc-virkninger, var forenelig med Rådets direktiv 85/577/EØF af 20. december 1985 om forbrugerbeskyttelse i forbindelse med aftaler indgået uden for fast forretningssted (EFT L 372, s. 31).
- 58 I E. Friz-dommens præmis 44 mindede Domstolen om, at den ved direktiv 85/577 sikrede forbrugerbeskyttelse ikke er absolut, og fastslog derefter i dommens præmis 50, at dette direktiv ikke var til hinder for en ophævelse af aftalen med ex nunc-virkninger.
- 59 I denne henseende bemærkes, at de omstændigheder, der lå til grund for den tvist, som førte til E. Friz-dommen, ikke kan sammenlignes med omstændighederne i hovedsagen.
- 60 I den sag, som gav anledning til E. Friz-dommen, var grundlaget for forbrugerenes ophævelse af den aftale, som han havde indgået med henblik på at indtræde i en ejendomsfond, ikke medkontrahentens culpøse adfærd, men udelukkende udøvelsen af en ret, som er tillagt alle forbrugere ved artikel 5, stk. 1, i direktiv 85/577, hvorefter de har ret til at fortryde indgåelsen af aftaler i forbindelse med den erhvervsdrivendes besøg hos dem.
- 61 Under disse omstændigheder kunne Domstolen i E. Friz-dommens præmis 46-48 fastslå, at direktiv 85/577 ikke var til hinder for den i hovedsagen omhandlede nationale bestemmelse, eftersom den efter almindelige civilretlige regler tilsigtede at sikre en passende afvejning samt en rimelig risikofordeling mellem de forskellige berørte parter. I øvrigt havde Domstolen allerede fastslået, at det fulgte af såvel opbygningen som ordlyden af flere af dette direktivs bestemmelser, at forbrugerbeskyttelsen var underlagt visse begrænsninger (jf. dom af 10.4.2008, sag C-412/06, Hamilton, Sml. I, s. 2383, præmis 39 og 40).
- 62 I hovedsagen er det derimod ubestridt, at ophævelsen af aftalen om aktiekøb udelukkende beror på uregelmæssigheder begået af det udstedende selskab, som har forvoldt erhververen skade. I dette tilfælde er det ikke begrundet at gøre brug af det kriterium om en passende afvejning samt en rimelig risikofordeling mellem de forskellige berørte parter, der blev nævnt i E. Friz-dommen, til vurdering af en national bestemmelses forenelighed med EU-retten.
- 63 Det fjerde spørgsmål skal følgelig besvares med, at artikel 12 og 13 i direktiv 2009/101 skal fortolkes således, at de ikke er til hinder for en national ordning, der under omstændigheder som i hovedsagen foreskriver ophævelse af en aftale om aktiekøb med tilbagevirkende kraft.

#### *Det femte spørgsmål*

- 64 Med det femte spørgsmål ønsker den forelæggende ret oplyst, om andet direktivs artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 samt artikel 12 og 13 i direktiv 2009/101 skal fortolkes således, at den hæftelse, der er indført ved den i hovedsagen omhandlede nationale lovgivning, er begrænset til aktiernes værdi beregnet ud fra aktiekursen, hvis selskabet er børsnoteret, på det tidspunkt, hvor kravet fremsættes.

- 65 For det første er det med hensyn til artikel 12 og 13 i direktiv 2009/101 tilstrækkeligt at bemærke, at Domstolen i denne doms præmis 54 har fastslået, at en erstatningsordning, som finder anvendelse på selskaber på grund af en tilsidesættelse af bestemte kapitalmarkedsretlige bestemmelser, er fuldstændig forskellig fra procedurerne for selskabers ugyldighed.
- 66 Det følger heraf, at de nævnte artikler, som kun vedrører selskabskontraktens ugyldighed, ikke er relevante for vurderingen af spørgsmålet om rækkevidden af sådanne selskabers ansvar. Fortolkningen af disse bestemmelser kan på ingen måde støtte det af Immofinanz påståede, hvorefter selskabets ansvar i hovedsagen nødvendigvis må være begrænset til værdien af dets aktier, beregnet ud fra aktiekursen, hvis selskabet er børsnoteret, på det tidspunkt, hvor kravet fremsættes.
- 67 For det andet bemærkes med hensyn til andet direktivs artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42, at Domstolen på grundlag af sin fortolkning heraf i forbindelse med de to første præjudicielle spørgsmål i denne doms præmis 28 har kunnet fastslå, at disse artikler ikke kan være til hinder for en national lovgivning, som indfører et princip om det udstedende selskabs ansvar for udbredelse af urigtige oplysninger i strid med kapitalmarkedsretlige bestemmelser, og som bestemmer, at dette ansvar indebærer, at selskabet er forpligtet til at godtgøre erhververen et beløb svarende til købsprisen for aktierne og til at tage dem tilbage.
- 68 Desuden har Domstolen i denne doms præmis 44 fastslået, at indførelsen af en sådan erstatningsordning henhører under den skønsmargen, der tilkommer medlemsstaterne i henhold til »prospektdirektivet«, »gennemsigtighedsdirektivet« og »markedsmisbrugsdirektivet«, og ikke er i strid med EU-retten.
- 69 Under disse omstændigheder må det fastslås, at valget mellem en erstatningsordning, der fastsætter, at erhververen skal godtgøres et beløb svarende til købsprisen for aktierne med tillæg af renter, og en ordning, der begrænser dette ansvar til betaling af prisen for aktierne på det tidspunkt, hvor erstatningskravet fremsættes, henhører under medlemsstaternes kompetence.
- 70 Henset til de foregående betragtninger skal det femte spørgsmål besvares med, at andet direktivs artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 samt artikel 12 og 13 i direktiv 2009/101 skal fortolkes således, at den hæftelse, der er indført ved den i hovedsagen omhandlede nationale lovgivning, ikke nødvendigvis er begrænset til aktiernes værdi, beregnet ud fra aktiekursen, hvis selskabet er børsnoteret, på det tidspunkt, hvor kravet fremsættes.

### Sagens omkostninger

- 71 Da sagens behandling i forhold til hovedsagens parter udgør et led i den sag, der verserer for den forelæggende ret, tilkommer det denne at træffe afgørelse om sagens omkostninger. Bortset fra nævnte parters udgifter kan de udgifter, som er afholdt i forbindelse med afgivelse af indlæg for Domstolen, ikke erstattes.

På grundlag af disse præmisser kender Domstolen (Anden Afdeling) for ret:

- 1) **Artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 i Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel [48, stk. 2, EF] nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde, som ændret ved Rådets direktiv 92/101/EØF af 23. november 1992 skal fortolkes således, at de ikke er til hinder for en national ordning, som inden for rammerne af gennemførelsen af**

- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 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
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug),

dels fastsætter et aktieselskabs ansvar som udsteder over for en erhverver af aktier i dette selskab på grund af krænkelse af informationsforpligtelser i henhold til de sidstnævnte direktiver, dels på grund af dette ansvar fastsætter en pligt for det pågældende selskab til at godtgøre erhververen et beløb svarende til købsprisen for aktierne og til at tage dem tilbage.

- 2) Artikel 12 og 13 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/101/EF af 16. september 2009 om samordning af de garantier, som kræves i medlemsstaterne af de i [artikel 48, stk. 2, EF] nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde, skal fortolkes således, at de ikke er til hinder for en national ordning, der under omstændigheder som i hovedsagen foreskriver ophevelse af en aftale om aktiekøb med tilbagevirkende kraft.
- 3) Artikel 12, 15, 16, 18, 19 og 42 i andet direktiv 77/91, som ændret ved direktiv 92/101, samt artikel 12 og 13 i direktiv 2009/101 skal fortolkes således, at den hæftelse, der er indført ved den i hovedsagen omhandlede nationale lovgivning, ikke nødvendigvis er begrænset til aktiernes værdi, beregnet ud fra aktiekursen, hvis selskabet er børsnoteret, på det tidspunkt, hvor kravet fremsættes.

Underskrifter