



# Oikeustapauskokoelma

UNIONIN TUOMIOISTUIMEN TUOMIO (toinen jaosto)

17 päivänä syyskuuta 2014\*

Ennakkoratkaisupyyntö — Yhtiöoikeus — Direktiivi 2003/71/EY — 3 artiklan 1 kohta —  
Velvollisuus julkistaa esite arvopapereiden yleisölle tarjoamisen yhteydessä —  
Arvopapereiden pakkomyynti

Asiassa C-441/12,

jossa on kyse SEUT 267 artiklaan perustuvasta ennakkoratkaisupyyntöstä, jonka Hoge Raad der Nederlanden (Alankomaat) on esittänyt 28.9.2012 tekemällään päätöksellä, joka on saapunut unionin tuomioistuimeen 3.10.2012, saadakseen ennakkoratkaisun asiassa

**Almer Beheer BV** ja

**Daedalus Holding BV**

vastaan

**Van den Dungen Vastgoed BV** ja

**Oosterhout II BVBA,**

UNIONIN TUOMIOISTUIN (toinen jaosto),

toimien kokoonpanossa: jaoston puheenjohtaja R. Silva de Lapuerta sekä tuomarit J. L. da Cruz Vilaça (esittelevä tuomari), G. Arestis, J.-C. Bonichot ja A. Arabadjiev,

julkisasiamies: E. Sharpston,

kirjaaja: johtava hallintovirkamies M. Ferreira,

ottaen huomioon kirjallisessa käsittelyssä ja 18.9.2013 pidetyssä istunnossa esitetyn,

ottaen huomioon huomautukset, jotka sille ovat esittäneet

- Alankomaiden hallitus, asiamiehinnään M. de Ree ja C. Wissels,
- Tšekin hallitus, asiamiehenään M. Smolek,
- Saksan hallitus, asiamiehinnään T. Henze, J. Möller ja J. Kemper,
- Puolan hallitus, asiamiehinnään B. Majczyna ja M. Szpunar,

\* Oikeudenkäyntikieli: hollanti.

- Portugalin hallitus, asiamiehinään L. Inez Fernandes, D. Tavares ja A. Cunha,
- Euroopan komissio, asiamiehinään A. Nijenhuis ja R. Vasileva,

kuultuaan julkisasiamiehen 19.6.2014 pidetyssä istunnossa esittämän ratkaisuehdotuksen,  
on antanut seuraavan

### tuomion

- 1 Ennakkoratkaisupyyntö koskee arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 4.11.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY (EUVL L 345, s. 64), sellaisena kuin se on muutettuna 11.3.2008 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2008/11/EY (EUVL L 76, s. 37; jäljempänä esitedirektiivi), 1 artiklan 2 kohdan h alakohdan ja 3 artiklan 1 kohdan tulkintaa.
- 2 Tämä pyyntö on esitetty asiassa, jossa kantajina ovat Almer Beheer BV ja Daedalus Holding BV (jäljempänä Almer Beheer ym.) sekä vastaajina Van den Dungen Vastgoed BV ja Oosterhout II BVBA (jäljempänä Van den Dungen ym.) ja joka koskee Almer Beheer ym.:iden vaatimusta siitä, että niiden omistamien arvopapereiden pakkomyynnistä on julkistettava esite.

### Asiaa koskevat oikeussäännöt

#### *Unionin oikeus*

- 3 Esitedirektiivin johdanto-osan 10, 18 ja 19 perustelukappaleen sanamuoto on seuraava:  
”(10) Tämän direktiivin ja sen täytäntöönpanotoimenpiteiden tarkoituksena on varmistaa sijoittajansuoja ja markkinoiden tehokkuus kansainvälisesti vahvistettuja korkeatasoisia sääntelynormeja noudattaen.  
--  
(18) Täydellisten tietojen antaminen arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijoista yhdessä liiketoiminnan harjoittamista koskevien sääntöjen kanssa edistää sijoittajansuojaa. Tällaiset tiedot ovat lisäksi tehokas tapa lisätä arvopapereihin kohdistuvaa luottamusta ja täten edistää arvopaperimarkkinoiden moitteetonta toimintaa ja kehitystä. Esitteen julkaiseminen on asianmukainen keino saada nämä tiedot saataville.  
(19) Arvopapereihin sijoittaminen, kuten kaikki muukin sijoittaminen, sisältää riskejä. Kaikki jäsenvaltiot edellyttävät nykyisten ja tulevien sijoittajien etujen suojaamista, jotta sijoittajat voivat tehdä perusteltuja arvioita näistä riskeistä ja tehdä sijoituspäätöksiä kaikki tosiseikat tuntien.”
- 4 Tämän direktiivin 1 artiklan 1 ja 2 kohdassa säädetään seuraavaa:  
”1. Tämän direktiivin tarkoituksena on yhdenmukaistaa sellaisen esitteen laatimista, hyväksymistä ja levittämistä koskevat vaatimukset, joka on julkis[tet]tava, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle tai otetaan kaupankäynnin kohteeksi jäsenvaltiossa sijaitsevilla tai toimivilla säännellyillä markkinoilla.  
2. Tätä direktiiviä ei sovelleta

--

h) arvopapereihin, jotka sisältyvät tarjoukseen, jonka yhteenlaskettu vasta-arvo on alle 2 500 000 euroa, kun se lasketaan 12 kuukauden jaksolta;

--”

5 Kyseisen direktiivin 2 artiklan 1 kohdan d alakohdassa säädetään seuraavaa:

”Tässä direktiivissä sovelletaan seuraavia määritelmiä:

--

d) ’arvopapereiden tarjoamisella yleisölle’ tarkoitetaan missä tahansa muodossa ja minkä tahansa kanavan kautta henkilöille suunnattua viestintää, jossa tarjouksen ehdoista sekä tarjottavista arvopapereista annetaan riittävät tiedot, jotta sijoittaja voi tehdä päätöksen näiden arvopapereiden ostamisesta tai merkitsemisestä --

--”

6 Saman direktiivin 3 artiklan 1 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Jäsenvaltiot eivät saa sallia, että yleisölle tarjotaan niiden alueella arvopapereita ennen kuin arvopapereista julkistetaan esite.”

7 Esitedirektiivin 5 artiklan 1 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Esitteen on sisällettävä kaikki tiedot, jotka liikkeeseenlaskijan sekä yleisölle tarjottujen tai säännellyillä markkinoilla tapahtuvan kaupankäynnin kohteeksi otettujen arvopapereiden erityispiirteet huomioon ottaen ovat tarpeellisia, jotta sijoittajat pystyvät muodostamaan perustellun arvion liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista ja vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereiden tuottamista oikeuksista, sanotun kuitenkin rajoittamatta 8 artiklan 2 kohdan säännösten soveltamista. Nämä tiedot on esitettävä helposti analysoitavassa ja ymmärrettävässä muodossa.”

8 Direktiivin 13 artiklan 1 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Esitettä ei saa julkistaa ennen kuin kotijäsenvaltion toimivaltainen viranomainen on hyväksynyt sen.”

9 Esitedirektiiviä muutettiin 24.11.2010 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2010/73/EU (EUVL L 327, s. 1), joka tuli voimaan 31.12.2010. Kun otetaan huomioon pääasian tosiseikkojen tapahtuma-aika, näihin tosiseikkoihin sovelletaan ajallisesti esitedirektiiviä.

#### *Alankomaiden oikeus*

10 Esitedirektiivi saatettiin osaksi Alankomaiden oikeutta 28.9.2006 annetulla finanssivalvontalailla (Wet op het financieel toezicht, jäljempänä Wft).

11 Wft:n 5:2 §:ssä säädetään seuraavaa:

”Alankomaissa on kiellettyä tarjota yleisölle arvopapereita tai ottaa niitä kaupankäynnin kohteeksi Alankomaissa sijaitsevilla tai toimivilla säännellyillä markkinoilla, ellei tarjouksesta tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisesta ole yleisesti saatavilla olevaa rahoitusmarkkinaviranomaisen tai toisen jäsenvaltion valvontaviranomaisen hyväksymää esitettä.”

### **Pääasia ja ennakkoratkaisukysymykset**

- 12 Almer Beheer ym. ja Van den Dungen ym. tekivät 16.7.2003 sopimuksen, jonka mukaan niiden oli siirrettävä myyntihinnan maksamista vastaan muista yhtiöistä omistamansa osakkeet Global Hail Group BV:lle (jäljempänä Hail-yhtiö).
- 13 Stichting Administratiekantoor Global Hail -niminen yhtiö (jäljempänä STAK) perustettiin sopimuksen mukaisesti ja kaikki Hail-yhtiön osakkeet siirrettiin sille.
- 14 Almer Beheer ym. ovat STAK:n liikkeeseen laskemien Hail-yhtiön osaketodistusten haltijoita.
- 15 Kyseisen sopimuksen täytäntöönpanoon liittyvien erimielisyyksien vuoksi Gerechtshof 's-Hertogenbosch ('s-Hertogenboschin muutoksenhakutuomioistuin) velvoitti 30.11.2010 antamallaan tuomiolla Almer Beheer ym. maksamaan 500 000 euroa Van den Dungen ym:ille. Tämä maksu oli ennakkomaksu Hail-yhtiölle luovutettujen neljän yhtiön osakkeiden myyntihinnasta.
- 16 Turvatakseen tämän maksun Van den Dungen ym. saivat 11.12.2009 Almer Beheer ym:iden hallussa olevat osaketodistukset ulosmitattua ja vaativat tämän jälkeen Rechtbank Bredaa (Bredan tuomioistuin) määräämään ulosmitattujen osaketodistusten myymisestä ja siirtämisestä sekä myynnin määrääjasta, menettelytavasta ja ehdoista.
- 17 Tämä tuomioistuin päätti 27.12.2010, että Van den Dungen ym:iden nimeämän oikeuslaitoksen virkamiehen oli myytävä ja siirrettävä kyseiset osaketodistukset kuuden kuukauden kuluessa julkisena myyntinä, josta oli ilmoitettava kahdessa valtakunnallisessa päivälehdessä. Osaketodistukset oli luovutettava korkeimman tarjouksen tehneelle tarjoajalle, ja oikeuslaitoksen virkamiehen oli myynnin yhteydessä valvottava, että osaketodistuksia myydään vain sen verran, että saadaan kokoon 500 000 euroa sekä oikeudenkäynnin, ulosmittauksen ja täytäntöönpanon kustannukset.
- 18 Lisäksi Rechtbank Breda päätti, että Wft:n 5:2 §:ssä säädettyä esitteen julkistamisvelvollisuutta ei sovellettu näiden osaketodistusten myyntiin, koska Wft:n tavoite ei ollut suojata henkilöitä, jotka ottavat tietoisia riskejä pakkomyynnin yhteydessä tavoitellessaan taloudellista etua, vaan sen tavoitteena on suojata ainoastaan sijoittajia ja säästäjiä epärehellisiltä tarjouksilta ja puutteellisilta tiedoilta sekä toimijoiden epäpätevyydeltä.
- 19 Almer Beheer ym. valittivat tästä päätöksestä Gerechtshof 's-Hertogenboschiin, joka vahvisti päätöksen 5.4.2011 antamallaan tuomiolla.
- 20 Almer Beheer ym. tekivät tästä tuomiosta kassaatiovalituksen Hoge Raad der Nederlandeniin (Alankomaiden ylimmän oikeusasteen tuomioistuin).
- 21 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin toteaa aluksi, että keskeinen kysymys koskee sen määrittämistä, sovelletaanko esitteen julkistamisvelvollisuutta myös sen käsiteltävässä asiassa kyseessä olevien osaketodistusten pakkomyyntiin.

- 22 Tästä kyseinen tuomioistuin toteaa, että esitedirektiiviä annettaessa ei ole kiinnitetty huomiota arvopapereiden pakkomyyntiä koskevaan erityistilanteeseen. Tällaisen myynnin ominaispiirre on kuitenkin se, että kyse ei ole tavanomaisesta markkinatilanteesta. Ulosmitattuja hyödykkeitä ei myy niiden omistaja tai oikeudenomistaja, vaan pakkomyyntiä hakeva velkoja, usein ulosottomiehen välityksellä. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan tällaisessa tilanteessa myyjän ei yleensä tarvitse vastata myydyn omaisuuden riskeistä ja puutteista, joista hän ei ole tietoinen, ja ostaja hyväksyy sen mahdollisuuden, että tuotteisiin voi liittyä riskejä tai puutteita, minkä vuoksi tuotteista saatava hinta on yleisesti ottaen huomattavasti pienempi kuin tavanomaisessa myynnissä. Lisäksi arvopapereiden pakkomyyntiin liittyvän esitteen julkistamisvelvollisuuden hyväksyminen saattaisi johtaa huomattaviin käytännön vaikeuksiin erityisesti esitteen laatimisen ja kustannusten osalta.
- 23 Näissä olosuhteissa Hoge Raad der Nederlanden on päättänyt lykätä asian käsittelyä ja esittää unionin tuomioistuimelle seuraavat ennakkoratkaisukysymykset:
- ”1) Onko esitedirektiivin 3 artiklan 1 kohtaa tulkittava siten, että siinä säädetty esitteen julkistamisvelvollisuus koskee periaatteessa (eli lukuun ottamatta direktiivissä tiettyjä tapauksia varten säädettyjä vapautuksia ja poikkeuksia) myös arvopapereiden pakkomyyntiä?
- 2) a) Jos vastaus ensimmäiseen kysymykseen on myöntävä, onko esitedirektiivin 1 artiklan 2 kohdan h alakohdassa tarkoitettua ’tarjouksen yhteenlasketun vasta-arvon’ käsitettä tulkittava siten, että arvopapereiden pakkomyynnin ollessa kyseessä lähtökohtana on pakkomyynnin erityinen luonne huomioon ottaen käytettävä kohtuudella odotettavissa olevaa tuottoa, vaikka kohtuudella odotettavissa oleva tuotto olisikin huomattavasti alhaisempi kuin käypä arvo?
- b) Jos ensimmäiseen kysymykseen vastataan myöntävästi mutta toisen kysymyksen a kohtaan vastataan kieltävästi, miten esitedirektiivin 1 artiklan 2 kohdan h alakohdassa tarkoitettua ’tarjouksen yhteenlasketun vasta-arvon’ käsitettä on tulkittava erityisesti arvopapereiden pakkomyynnin yhteydessä?”

## **Ennakkoratkaisukysymysten tarkastelu**

### *Ensimmäinen kysymys*

- 24 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tiedustelee tällä kysymyksellä, onko esitedirektiivin 3 artiklan 1 kohtaa tulkittava siten, että velvollisuutta julkistaa esite ennen arvopapereiden tarjoamista yleisölle sovelletaan myös arvopapereiden pakkomyyntiin.
- 25 Direktiivin 3 artiklan 1 kohdan mukaan jäsenvaltiot eivät saa sallia, että yleisölle tarjotaan niiden alueella arvopapereita ennen kuin arvopapereista julkistetaan esite.
- 26 Arvopapereiden tarjoamisella yleisölle tarkoitetaan tämän direktiivin 2 artiklan 1 kohdan d alakohdan mukaan missä tahansa muodossa ja minkä tahansa kanavan kautta henkilöille suunnattua viestintää, jossa tarjouksen ehdoista sekä tarjottavista arvopapereista annetaan riittävät tiedot, jotta sijoittaja voi tehdä päätöksen näiden arvopapereiden ostamisesta.
- 27 Nyt käsiteltävässä asiassa ennakkoratkaisupyynnön esittämisestä tehdystä päätöksestä käy ilmi, että pääasiassa kyseessä oleva pakkomyynti Rechtbank Bredan määrittämien ehtojen mukaisesti on julkinen myynti, jonka ulosottomies toimittaa sen jälkeen, kun kahdessa valtakunnallisessa sanomalehdessä on julkaistu ilmoitus, ja jonka yhteydessä ostajaehdokkaat tekevät kirjalliset tarjouksensa ja arvopaperit myydään eniten tarjoavalle ehdokkaalle.

- 28 Kun otetaan huomioon esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan d alakohdassa oleva arvopapereiden yleisölle tarjoamisen käsitteen laaja määritelmä, ei voida suoralta kädeltä sulkea pois sitä, että pääasiassa kyseessä olevan kaltainen pakkomyynti voisi kuulua tämän käsitteen soveltamisalaan.
- 29 On kuitenkin todettava, että arvopapereiden pakkomyyntiin ei viitata lainkaan esitedirektiivissä eikä varsinkaan niissä säännöksissä, joissa säädetään tiettyjen tilanteiden jättämisestä direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle, kuten tämän direktiivin 1 artiklan 2 kohdassa, tai joissa säädetään julkistamisvelvollisuutta koskevista poikkeuksista, kuten kyseisen direktiivin 3 artiklan 2 kohdassa ja 4 artiklan 1 ja 2 kohdassa.
- 30 Näissä olosuhteissa on tutkittava, edellyttävätkö esitedirektiivin tavoitteet, että tämän direktiivin säännöksiä sovelletaan myös arvopapereiden pakkomyyntiin.
- 31 Tämän direktiivin johdanto-osan 10, 18 ja 19 perustelukappaleesta käy ilmi, että direktiivin ”tarkoituksena on varmistaa sijoittajansuoja ja markkinoiden tehokkuus”, että täydellisten tietojen antaminen arvopapereista on ”tehokas tapa lisätä [näihin arvopapereihin] kohdistuvaa luottamusta ja täten edistää arvopaperimarkkinoiden moitteetonta toimintaa ja kehitystä” ja että ”kaikki jäsenvaltiot edellyttävät nykyisten ja tulevien sijoittajien etujen suojaamista, jotta sijoittajat voivat tehdä perusteltuja arvioita [arvopapereihin sijoittamiseen liittyvistä] riskeistä ja tehdä sijoituspäätöksiä kaikki tosiseikat tuntien”.
- 32 Lisäksi kyseisen direktiivin 1 artiklan 1 kohdan mukaan direktiivin tarkoituksena on yhdenmukaistaa sellaisen esitteen laatimista, hyväksymistä ja levittämistä koskevat vaatimukset, joka on julkistettava, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle tai otetaan kaupankäynnin kohteeksi jäsenvaltiossa sijaitsevilla tai toimivilla säännellyillä markkinoilla.
- 33 Tästä seuraa, että sijoittajien suojaaminen ja markkinoiden moitteeton toiminta ja kehitys muodostavat esitedirektiivin tavoitteiden perustavanlaatuisen ytimen. Kun nimittäin otetaan huomioon nämä tavoitteet, esitteen julkistamisen tarkoituksena on yhtäältä antaa sijoittajille mahdollisuus arvioida arvopapereiden yleisölle tarjoamiseen ja näiden arvopapereiden kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen liittyviä riskejä, niin että sijoittajat voivat tehdä päätöksen tosiseikat tuntien, ja toisaalta se, että sääntöjenvastaisuudet eivät vaaranna kyseisten markkinoiden moitteetonta toimintaa.
- 34 On kuitenkin todettava, että operaatiot, jotka ovat arvopapereiden myyntiä pakkotäytäntöönpanomenettelyssä koskevan päätöksen taustalla, eroavat luonteeltaan selvästi esitedirektiivissä tarkoitetuista operaatioista.
- 35 Kuten julkisasiamies on näet todennut ratkaisuehdotuksensa 61 kohdassa, arvopapereiden pakkomyynti on hyvin kaukana tavanomaisesta arvopapereita koskevasta kaupankäyntitilanteesta säännellyillä markkinoilla tai muissa olosuhteissa. Arvopapereita ei pakkomyynnissä myy liikkeeseenlaskija tai haltija, vaan koska ne on ulosmitattu, niitä myydään kolmannen osapuolen vaatimuksesta ja asianomaisen jäsenvaltion lainkäyttöelimen määräyksestä yksinomaan velan maksamiseksi.
- 36 Pakkomyynneillä ei siis ole tarkoitus osallistua taloudelliseen toimintaan arvopaperimarkkinoilla vaan ainoastaan taata ulosmittausta hakeneen velkojan oikeudet.
- 37 Lisäksi on todettava, että pakkomyynnin erityispiirteet verrattuna tavanomaiseen arvopapereiden myyntiin, jonka tarkoituksena on pääoman kerääminen kyseiset arvopaperit liikkeeseen laskeneen yrityksen tulevien investointien mahdollistamiseksi, heijastuvat myös sijoittajien suojan tasossa.
- 38 Esitteen julkistamisella ennen arvopapereiden yleisölle tarjoamista on nimittäin ratkaiseva merkitys sijoittajien suojaamisessa, koska tässä asiakirjassa annetaan sijoittajille täsmällisiä ja täydellisiä tietoja arvopapereiden liikkeeseenlaskijasta ja sijoittajat voivat sen perusteella lähtökohtaisesti arvioida operaation riskit.



- 39 Sitä vastoin pakkomyyntitilanteessa mahdollisille ostajille ilmoitetaan, että kyse on myynnistä, jonka ainoa tavoite on maksaa kyseessä olevien arvopapereiden haltijan velka, ja että myynti tapahtuu tuomioistuimen ohjaamassa menettelyssä. Tämä merkitsee sitä, että henkilö, joka toimittaa näiden arvopapereiden myyntiin liittyvät operaatiot, ei ole niiden haltija.
- 40 Lisäksi velvollisuudella julkistaa esite ennen arvopapereiden pakkomyyntiä voitaisiin kyseenalaistaa täytäntöönpanomenettelyn tavoitteet, joihin kuuluu velkojan tyydyttäminen nopeasti ja tehokkaasti.
- 41 Tällaisen velvollisuuden täyttäminen nimittäin paitsi viivästyttäisi pakkomyyntiä ja näin ollen velan maksamista velkojalle niin myös, johtaisi esitteen tekemistä koskeviin kuluihin, jotka pitäisi vähentää myyntituloista, mikä saattaisi rajoittaa velkojan mahdollisuuksia saada maksunsa.
- 42 Lopuksi on todettava, että esitteen julkistamisvelvollisuus voisi johtaa huomattaviin käytännön vaikeuksiin.
- 43 Kun nimittäin otetaan huomioon, että arvopapereiden myynnin pakkomyynnillä toteuttava henkilö ei ole niiden haltija, olisi esitteen julkistamisvelvollisuutta sovellettaessa selvittävä yhtäältä se, kenen tehtävä esitteen laatiminen on, ja toisaalta se, kuka on esitedirektiivin 6 artiklan 1 kohdan nojalla vastuussa tässä asiakirjassa annetuista tiedoista.
- 44 Joka tapauksessa on niin, että kun otetaan huomioon niiden tietojen luonne, jotka esitteessä on ilmoitettava ja joiden tarkoituksena on mahdollistaa tämän direktiivin 5 artiklan 1 kohdan mukaan se, että sijoittavat pystyvät muodostamaan perustellun arvion liikkeeseen laskevan yhtiön varoista ja vastuista, taloudellisesta asemasta ja tuloksesta, tällaisen asiakirjan laatiminen edellyttää tämän yhtiön hallintoelinten yhteistyötä. Ei olekaan pois suljettua, että mahdollinen yhtiön rakentavan yhteistyön puuttuminen sen liikkeeseen laskemien arvopapereiden pakkomyynnin yhteydessä voi aiheuttaa ongelmia kyseisen myynnin toteuttamisessa.
- 45 Näin ollen arvopapereiden myynti pakkotäytäntöönpanomenetelyssä ei sisälly esitedirektiivin tavoitteisiin, eikä se siis kuulu direktiivin soveltamisalaan.
- 46 Tätä päätelmää ei voida kyseenalaistaa Euroopan komission väitteellä siitä, että arvopapereiden pakkomyynnin järjestelmällinen sulkeminen esitedirektiivin soveltamisalan ulkopuolelle johtaisi syrjintään näiden arvopapereiden vapaaehtoiseen myyntiin nähden, koska sijoittajat eivät saisi samaa suojaa.
- 47 Tästä on nimittäin huomautettava, että unionin tuomioistuimen vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan yhdenvertaisen kohtelun periaate edellyttää, että toisiinsa rinnastettavia tilanteita ei kohdella eri tavalla eikä erilaisia tilanteita kohdella samalla tavalla, ellei tällaista kohtelua voida objektiivisesti perustella (ks. vastaavasti tuomio Glatzel, C-356/12, EU:C:2014:350, 43 kohta).
- 48 Kuten tämän tuomion 33–36 kohdasta kuitenkin käy ilmi, pakkotäytäntöönpanomenetelyssä tapahtuvan arvopapereiden myynnin tavoite on täysin erilainen kuin esitedirektiivin tavoitteet.
- 49 Koska pakkomyynnin yhteydessä arvopapereita ostavien sijoittajien tilanne ei näin ollen ole rinnastettavissa sellaisten sijoittajien tilanteeseen, jotka hankkivat arvopapereita esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan d alakohdassa tarkoitettun yleisölle tarjoamisen tavanomaisissa puitteissa, ei näiden sijoittajien välillä voi olla syrjintää.
- 50 Kaiken edellä esitetyn perusteella ensimmäiseen ennakkoratkaisukysymykseen on vastattava, että esitedirektiivin 3 artiklan 1 kohtaa on tulkittava siten, että velvollisuutta julkistaa esite ennen jokaista arvopapereiden yleisölle tarjoamista ei sovelleta pääasiassa kyseessä olevan kaltaiseen arvopapereiden pakkomyyntiin.

*Toinen kysymys*

- 51 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin on esittänyt toisen ennakkoratkaisukysymyksen siltä varalta, että ensimmäiseen kysymykseen vastataan myöntävästi.
- 52 Kun otetaan huomioon ensimmäiseen kysymykseen annettu vastaus, toiseen kysymykseen ei ole tarpeen vastata.

**Oikeudenkäyntikulut**

- 53 Pääasian asianosaisten osalta asian käsittely unionin tuomioistuimessa on välivaihe kansallisessa tuomioistuimessa vireillä olevan asian käsittelyssä, minkä vuoksi kansallisen tuomioistuimen asiana on päättää oikeudenkäyntikulujen korvaamisesta. Oikeudenkäyntikuluja, jotka ovat aiheutuneet muille kuin näille asianosaisille huomautusten esittämisestä unionin tuomioistuimelle, ei voida määrätä korvattaviksi.

Näillä perusteilla unionin tuomioistuin (toinen jaosto) on ratkaissut asian seuraavasti:

**Arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 4.11.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY, sellaisena kuin se on muutettuna 11.3.2008 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2008/11/EY, 3 artiklan 1 kohtaa on tulkittava siten, että velvollisuutta julkistaa esite ennen jokaista arvopapereiden yleisölle tarjoamista ei sovelleta pääasiassa kyseessä olevan kaltaiseen arvopapereiden pakkomyyntiin.**

Allekirjoitukset