



Zbornik sudske prakse

MIŠLJENJE NEZAVISNE ODVJETNICE
ELEANOUR SHARPSTON
od 19. lipnja 2014.¹

Predmet C-441/12

Almer Beheer BV
i
Daedalus Holding BV
protiv
Van den Dungen Vastgoed BV
i
Oosterhout II BVBA

(zahtjev za prethodnu odluku koji je postavio Hoge Raad der Nederlanden (Nizozemska))

„Pravo društava – Direktiva 2003/71/EZ – Obveza objavljivanja prospekta u slučaju ponude za prodaju vrijednosnih papira javnosti – Područje primjene – Prisilna prodaja i prijenos vrijednosnih papira putem suda – Ukupna vrijednost ponude“

1. U skladu s Direktivom o prospektu² države članice ne smiju dopustiti da se bilo kakva ponuda vrijednosnih papira objavi javnosti na njihovom državnom području bez prethodne objave prospekta.
2. Kako stoji u preambuli navedene direktive, svrha te direktive je u biti dvojaka: osigurati učinkovitost na jedinstvenom tržištu vrijednosnih papira i zaštititi ulagatelje.
3. Pojam ponude vrijednosnih papira javnosti široko je definiran, ali postoji nekoliko iznimaka kako u pogledu područja primjene Direktive o prospektu tako i u pogledu opsega obveze objavljivanja prospekta. Usto, iznimke se primjenjuju kada je ukupna vrijednost ponude ispod određenog praga.
4. Glavni postupak odnosi se na situaciju u kojoj, shematski izraženo (iako su detaljne činjenice složenije od toga), društvo A koje duguje društvu B ima udjele u društvu C. Ti udjeli su zaplijenjeni na zahtjev društva B te je sud naložio prodaju tih udjela na dražbi putem sudskog ovršitelja radi namirenja dijela duga. Iznos koji treba ostvariti prodajom ograničen je rješenjem suda na točan iznos uvećan za iznos potreban za namirenje troškova postupka, pljenidbe i prodaje.
5. U tim okolnostima Hoge Raad der Nederlanden (Vrhovni sud Nizozemske, u daljnjem tekstu: Hoge Raad) traži odgovor na pitanje, kao prvo, je li definicija ponude vrijednosnih papira javnosti dovoljno široka da obuhvati prisilnu prodaju poput one u glavnom postupku i, kao drugo, kako utvrditi ukupnu vrijednost ponude.

1 — Izvorni jezik: engleski

2 — Direktiva 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. studenoga 2003. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje te o izmjeni Direktive 2001/34/EZ (SL 2003 L 345, str. 64.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 3., str. 84.), kako je izmijenjena.

6. Na temelju razloga koje ću poslije objasniti smatram da je primjerenije najprije ispitati drugo pitanje s obzirom na zaključak prema kojem je zbog svoje ograničene vrijednosti konkretna prodaja u glavnom postupku (vrlo vjerojatno) u svakom slučaju izričito isključena iz područja primjene Direktive o prospektu tako da nije potrebno odgovoriti na prvo pitanje. Međutim, čak i ako to nije slučaj, smatram da su okolnosti navedene prodaje takve naravi da u konkretnom slučaju ne treba objaviti prospekt u skladu s tom direktivom.

Zakonodavstvo

Pravo Europske unije (EU)

7. Članak 1. Direktive o prospektu nosi naslov „Svrha i područje primjene“.

8. Prema članku 1. stavku 1. svrha navedene direktive jest „uskладiti zahtjeve za sastavljanje, odobrenje i distribuciju prospekta koji se treba objaviti kad su vrijednosni papiri ponuđeni javnosti ili uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu sa sjedištem u državi članici ili koje posluje u državi članici“. U preambuli se u bitnome objašnjava da svrha i ciljevi u pozadini direktive teže tome da se usklađivanjem osigura, s jedne strane, učinkovito jedinstveno tržište vrijednosnih papira na kojem izdavatelji i ponuditelji vrijednosnih papira mogu slobodno djelovati pomoću „jedinstvene putovnice“ (to jest prospekta koji propisuje i uređuje navedena direktiva)³ i, s druge strane, primjerena zaštita ulagatelja, posebice objavom svih bitnih informacija⁴.

9. U članku 1. stavku 2., koji se odnosi na područje primjene, navodi se deset slučajeva na koje se Direktiva o prospektu ne primjenjuje. U svim slučajevima osim jednog to je definirano s obzirom na vrstu konkretnog vrijednosnog papira. Iznimka iz članka 1. stavka 2. točke (h) definira slučaj neprimjene s obzirom na „ukupnu vrijednost ponude“, čiji se limit računa tijekom razdoblja od 12 mjeseci. Izvorno se Direktiva nije primjenjivala u slučaju kada je ukupna vrijednost ponude bila manja od 2.500.000 eura. Navedeni prag povećan je na 5.000.000 eura Direktivom 2010/73/EU⁵, koja je stupila na snagu 31. prosinca 2010., a države članice su je bile dužne prenijeti do 1. srpnja 2012.

10. Člankom 2. stavkom 1. definira se nekoliko izraza za potrebe Direktive o prospektu, i to:

- „vrijednosni papiri“ znači „vrste vrijednosnih papira koji su prenosivi na tržištu kapitala, osim instrumenata plaćanja, kao što su [...] dionice i drugi vrijednosni papiri istog značaja koji predstavljaju udio u kapitalu ili članskim pravima u društvima ili drugim pravnim osobama, te potvrde o deponiranim dionicama [...]“ (članak 2. stavak 1. točka (a), koji (sada) upućuje na članak 4. stavak 1. podstavak 18. Direktive Vijeća 2004/39/EZ⁶);
- „ponuda vrijednosnih papira javnosti“ znači „priopćavanje osobama u bilo kojem obliku i bilo kojim sredstvima, kojim se predstavlja dovoljno informacija o uvjetima ponude i ponuđenim vrijednosnim papirima, kako bi se omogućilo ulagatelju da odluči kupiti ili upisati ove vrijednosne papire. Ova definicija također će se primjenjivati na plasman vrijednosnih papira putem financijskih posrednika“ (članak 2. stavak 1. točka (d));

3 — Vidjeti posebno uvodne izjave 1., 4., 10., 14., 17. i 45.

4 — Vidjeti posebno uvodne izjave 10., 12., 16., 18. do 21., 27., 29. i 34.

5 — Članak 1. stavak 1. točka (a) podtočka i. Direktive 2010/73 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010. o izmjeni [Direktive 2003/71/EZ i Direktive] 2004/109/EZ o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s podacima o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu (SL 2010 L 327, str. 1.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 4., str. 229.)

6 — Direktiva 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata te o izmjeni direktiva Vijeća 85/611/EEZ i 93/6/EEZ i Direktive 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća te stavljanju izvan snage Direktive Vijeća 93/22/EEZ (SL 2004 L 145, str. 1.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 4., str. 29.); izvorno je upućivao na članak 1. stavak 5. Direktive 93/22.

- „izdavatelj” znači „pravna osoba koja izdaje ili namjerava izdati vrijednosne papire“ (članak 2. stavak 1. točka (h)) i
- „osoba koja daje ponudu” ili „ponuditelj” znači „pravna osoba ili pojedinac koji nudi vrijednosne papire javnosti“ (članak 2. stavak 1. točka (i)).

11. Obveza objavljivanja prospekta propisana je člankom 3. Direktive o prospektu, koji određuje:

„1. Države članice ne dopuštaju da se bilo kakva ponuda vrijednosnih papira objavi javnosti na njihovom području bez prethodne objave prospekta.

2. Obveza objavljivanja prospekta ne primjenjuje se na sljedeće vrste ponuda:

- (a) ponudu vrijednosnih papira upućenu isključivo kvalificiranim ulagateljima; i/ili
- (b) ponudu vrijednosnih papira upućenu manjem broju od 100 fizičkih ili pravnih osoba po državi članici, koje nisu kvalificirani ulagatelji; i/ili
- (c) ponudu vrijednosnih papira upućenu ulagateljima koji stječu vrijednosne papire ukupne vrijednosti od najmanje 50.000 eura po ulagatelju, za svaku zasebnu ponudu; i/ili
- (d) ponudu vrijednosnih papira čija pojedinačna nominalna vrijednost iznosi najmanje 50.000 eura; i/ili
- (e) ponudu vrijednosnih papira ukupne vrijednosti manje od 100.000 eura, čiji limit se izračunava tijekom razdoblja od 12 mjeseci.

Međutim, svaka naknadna ponovna prodaja vrijednosnih papira koji su prethodno bili predmetom jedne ili više vrsta ponuda spomenutih u ovom stavku smatrat će se kao zasebna ponuda, a definicija navedena u članku 2. stavku 1. točki (d) primijenit će se u svrhu odlučivanja je li ponovna prodaja ponuda vrijednosnih papira javnosti. Plasman vrijednosnih papira putem financijskih posrednika uvjetuje se objavljivanjem prospekta ukoliko niti jedan uvjet od (a) do (e) nije ispunjen za konačni plasman.

3. Države članice osiguravaju da svako uvrštenje vrijednosnih papira za trgovanje na uređenom tržištu sa sjedištem ili koje posluje na njihovom području podliježe obvezi objavljivanja prospekta.“

12. Člankom 4. Direktive o prospektu propisano je da su od obveze objavljivanja prospekta izuzete ponude javnosti koje se odnose na 13 dodatnih vrsta vrijednosnih papira.

13. Članak 5. Direktive o prospektu propisuje:

„1. Ne dovodeći u pitanje članak 8. stavak 2.^[7], prospekt sadržava sve informacije koje su, u skladu s posebnim karakteristikama izdavatelja i vrijednosnih papira ponuđenih javnosti ili uvrštenih za trgovanje na uređenom tržištu, nužne da bi se ulagateljima omogućilo izvršenje na informacijama temeljene procjene imovine i obveza, financijskog položaja, dobiti i gubitaka, kao i očekivanja izdavatelja i bilo kojeg jamca, te prava *danih takvim vrijednosnim papirima* [koja su povezana s tim vrijednosnim papirima]. Ova informacija mora biti predstavljena u *jednostavno analizirajućem i razumljivom* obliku [koji je jednostavno analizirati i razumjeti].

7 — Članak 8. stavak 2. Direktive o prospektu daje mogućnost nadležnom tijelu matične države članice da (u određenim definiranim slučajevima) dopusti izostavljanje informacija iz prospekta koje bi se u njemu inače morale navesti.

2. Prospekt sadržava informaciju koja se odnosi na izdavatelja i vrijednosne papire koji će biti ponuđeni javnosti ili koji će biti uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu. Također uključuje sažetak. Sažetak prenosi u kratkom obliku i na opće razumljivom jeziku bitne karakteristike i rizike povezane s izdavateljem, bilo kojim jamcem i vrijednosnim papirima na jeziku na kojem je prospekt izvorno sastavljen. [...]“

14. U skladu s člankom 6. stavkom 1. Direktive o prospektu, „[d]ržave članice osiguravaju da se odgovornost za informacije dane u prospektu povezuje barem s izdavateljem ili njegovim upravnim, rukovodećim ili nadzornim tijelima, ponuditeljem, osobom koja traži uvrštenje za trgovanje na uređenom tržištu ili jamcem, ovisno o slučaju [...]“. Člankom 6. stavkom 2. od država članica zahtijeva se da „osiguravaju da se njihovi zakoni i drugi propisi o građanskopravnoj odgovornosti primjenjuju na one osobe koje su odgovorne za informacije dane u prospektu“.

15. Prema članku 9. stavku 1. Direktive o prospektu, prospekt vrijedi 12 mjeseci nakon njegove objave u svrhu ponude javnosti, pod uvjetom da je dopunjen bilo kojom dopunom koja je propisana na temelju članka 16.⁸

16. Člankom 13. stavkom 1. Direktive o prospektu propisano je: „Niti jedan prospekt ne smije biti objavljen dok nije odobren od nadležnog tijela matične države članice“. Izdavatelja ili ponuditelja mora se obavijestiti o odobrenju u roku od 10 ili 20 dana od dana podnošenja nacrt prospekta ili dostave potpune dokumentacije ili dodatnih informacija, ovisno o tome koji je dan kasniji (članak 13. stavci 2., 3. i 4.).

17. Ne dovodeći u pitanje pravo država članica na izricanje kaznenih sankcija i ne dovodeći u pitanje njihov sustav građanskopravne odgovornosti, članak 25. stavak 1. Direktive o prospektu propisuje da države članice moraju osigurati „mogućnost poduzimanja primjerenih upravnih mjera ili izricanja upravnih sankcija protiv odgovornih osoba, u slučaju nepoštovanja odredbi donesenih u provedbi ove Direktive“.

18. Uredba Komisije (EZ) br. 809/2004⁹ (u daljnjem tekstu: Provedbena uredba) sadrži pobliža pravila.

19. Prema drugom podstavku članka 22. stavka 1. Provedbene uredbe osnovni prospekt mora sadržavati informacije navedene u različitim prilogima toj uredbi ovisno o vrsti izdavatelja i vrijednosnim papirima o kojima je riječ. U te informacije ulazi opći pregled stanja izdavatelja koji, među ostalim, uključuje pravni oblik, ulaganja, osnovne djelatnosti, glavna tržišta, organizacijsku strukturu, financijski položaj, izvore sredstava, predviđanje dobiti i podatke o upravi izdavatelja (vidjeti Prilog I. Provedbenoj uredbi).

Nizozemsko pravo

20. Direktiva o prospektu prenesena je u nizozemsko pravo zakonom koji nosi naslov *Wet op het financieel toezicht* (Zakon o financijskom nadzoru, u daljnjem tekstu: *Wft*), u čijem se članku 5. stavku 2. zabranjuje bilo kakva ponuda vrijednosnih papira javnosti u Nizozemskoj, osim ako općenito nije dostupan prospekt koji je odobrilo nadzorno tijelo države članice.

8 — Prema članku 16. u dopuni prospekta mora se navesti svaka značajna nova činjenica, bitna pogreška ili netočnost koja se odnosi na informaciju uključenu u prospekt koja može utjecati na procjenu vrijednosnih papira i koja je nastala ili je primijećena u razdoblju od odobrenja prospekta do konačnog zaključenja ponude za javnost.

9 — Uredba Komisije (EZ) br. 809/2004 od 29. travnja 2004. o provedbi Direktive 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu informacija koje sadrže prospekti te o njihovom obliku, upućivanju na informacije i objavljivanju takvih prospekata i distribuciji oglasa (SL 2004 L 149, str. 1.); Donesena je posebno na osnovi članka 5. stavka 5., članka 7. i 10. stavka 4., članka 11. stavka 3., članka 14. stavka 8. i članka 15. stavka 7. Direktive o prospektu.

21. U skladu s člankom 53. stavkom 2. Vrijstellingsregeling Wft (Pravilnika o izuzecima od Wft-a) nema obveze objavljivanja prospekta u slučaju kada je ukupna vrijednost ponude, čiji se limit računa tijekom razdoblja od 12 mjeseci, manja od 2.500.000 eura. Navedeni prag, propisan prilikom prve provedbe Direktive o prospektu, nije se od stupanja na snagu Direktive 2010/73 povećao na 5.000.000 eura.

Činjenice, postupak, pitanja i očitovanja stranaka

22. Društva Van den Dungen Vastgoed BV i Oosterhout II BVBA (u daljnjem tekstu: Van den Dungen i Oosterhout) sklopila su ugovor s društvima Almer Beheer BV i Daedalus Holding BV (u daljnjem tekstu: Almer i Daedalus), u kojem je bilo posebno određeno sljedeće: osnivanje društva Global Hail Group BV (u daljnjem tekstu: Global Hail); sve udjele u društvu Global Hail trebao je imati Stichting Administratiekantoor Global Hail (u daljnjem tekstu: STAK), u kojemu su direktori trebali biti svi zastupnici stranaka tog ugovora; nadalje, Van den Dungen i Oosterhout trebali su prenijeti određene udjele u drugim društvima na Global Hail i to po cijeni koju su trebali platiti Almer i Daedalus.

23. Nakon toga došlo je do nekoliko sporova i parnica između stranaka. Van den Dungen i Oosterhout su 30. listopada 2009. ishodili rješenje od Rechtbank Breda (Okružnog suda u Bredi) prema kojem su Almer i Daedalus morali platiti 500.000 eura na ime predujma cijene za udjele koji su bili preneseni na Global Hail. Kao sredstvo osiguranja plaćanja Van den Dungen i Oosterhout ishodili su pljenidbu isprava o udjelima koje je STAK izdao u korist Almera i Daedalusa.

24. Rechtbank Breda je 27. prosinca 2010. odredio ovrhu prodajom i prijenosom navedenih isprava o udjelima u roku od šest mjeseci putem sudskog ovršitelja (*deurwaarder*), kojega su trebali imenovati Van den Dungen i Oosterhout. U skladu s rješenjem suda prodaju je trebalo obaviti kao javnu dražbu s oglasom o prodaji, koji je trebalo objaviti u dvama nacionalnim listovima; udjeli bi se prenijeli na najboljeg ponuđača; na prodaju je trebalo staviti sve udjele, ali stvarno je trebalo prodati samo onoliko koliko je potrebno da se ostvari iznos od 500.000 eura uvećan za troškove postupka, pljenidbe i provedbe ovrhe; obveza objavljivanja prospekta nije primijenjena.

25. Almer i Daedalus uložili su žalbu na Gerechtshof 's-Hertogenbosch (Regionalni žalbeni sud u 's-Hertogenboschu), koji je 5. travnja 2011. potvrdio odluku Rechtbank Breda. Posebno je izrazio stav prema kojemu nije bilo potrebno objaviti prospekt jer je bilo vjerojatno da vrijednost udjelâ koje treba prodati ne bi bila veća od 2.500.000 eura.

26. Almer i Daedalus uložili su žalbu na Hoge Raad, koji je, s obzirom na to da prema njegovom mišljenju ishod žalbenog postupka ovisi o tumačenju članka 1. stavka 2. točke (h) i članka 3. stavka 1. Direktive o prospektu, odlučio postaviti sljedeća prethodna pitanja:

- „1. Treba li članak 3. stavak 1. Direktive o prospektu tumačiti na način da ondje propisana obveza objavljivanja prospekta načelno (to jest neovisno o izuzeću i iznimkama u određenim slučajevima koji se navode u toj direktivi) vrijedi i u slučaju prisilne prodaje vrijednosnih papira?
2. (a) U slučaju potvrdnog odgovora na prvo pitanje, treba li onda pojam „ukupne vrijednosti ponude“ iz članka 1. stavka 2. točke (h) Direktive o prospektu tumačiti na način da se kod prisilne prodaje vrijednosnih papira navedena vrijednost mora računati na temelju iznosâ koji se mogu razumno očekivati s obzirom na osobitu narav prisilne prodaje, čak i ako su iznosi koji se mogu razumno očekivati daleko ispod stvarne ekonomske vrijednosti?
- (b) U slučaju potvrdnog odgovora na prvo pitanje i niječnog odgovora na drugo pitanje pod (a), na koji način treba tumačiti „ukupnu vrijednost ponude“ o kojoj je riječ u članku 1. stavku 2. točki (h) Direktive o prospektu, osobito u slučaju prisilne prodaje vrijednosnih papira?“

27. Češka, njemačka, nizozemska, poljska i portugalska vlada kao i Europska komisija podnijele su pisana očitovanja. Njemačka i portugalska vlada na raspravi su iznijele i usmena pojašnjenja. Nijedna stranka glavnog postupka nije podnijela očitovanja u vezi s postavljenim pitanjima.

28. U svojem očitovanju nizozemska vlada osvrće se samo na drugo pitanje, dok Komisija smatra da nije potrebno dati odgovor na prvo pitanje ako se najprije odgovori na drugo pitanje, pri čemu obje smatraju da je u predmetu u glavnom postupku ukupna vrijednost ponude ispod propisanog praga za primjenu Direktive o prospektu.

29. Nasuprot tomu, njemačka, poljska i portugalska vlada osvrću se samo na prvo pitanje, a češka vlada daje mišljenje ponajprije o tom pitanju te se na drugo pitanje samo sažeto osvrće.

30. U vezi s prvim pitanjem češka vlada i Komisija smatraju da prisilna prodaja udjela poput prodaje u konkretnom slučaju ulazi u pojam ponude vrijednosnih papira javnosti za potrebe Direktive o prospektu, dok njemačka i poljska vlada zauzimaju suprotno stajalište; portugalska vlada smatra da vjerovnikovo pravo na djelotvoran pravni lijek u razumnom roku u sklopu takve prodaje onemogućuje nametanje obveze objavljivanja prospekta jer bi time došlo do neprihvatljivog odugovlačenja.

Ocjena

31. Nitko nije doveo u pitanje jesu li udjeli o kojima je riječ u glavnom postupku različiti od vrijednosnih papira u smislu Direktive o prospektu¹⁰ i nema nikakvog razloga za sumnju u tom pogledu.

32. Sumnju izaziva pitanje je li poseban način prodaje tih udjela ponuda zbog koje nastaje obveza objavljivanja prospekta u skladu s istom direktivom.

33. Međutim, neovisno o tome je li takva prodaja ponuda ili ne, Direktiva o prospektu ne može se primijeniti na prodaju ako je ukupna vrijednost niža od praga propisanoga člankom 1. stavkom 2. točkom (h) te direktive.

34. Stoga mi se čini prikladnije najprije razmotriti pitanje je li prodaja obuhvaćena tim jasnim i izričitim izuzećem od područja primjene direktive, a onda razmotriti je li obuhvaćena pojmom ponude vrijednosnih papira javnosti na temelju koje nastaje obveza objavljivanja prospekta, koji je široko, iako ne i precizno, definiran i uključuje znatan broj iznimaka.

35. Zato ću pitanja koja je uputio Hoge Raad obraditi počevši od drugog pitanja.

Drugo pitanje

36. Svojim drugim pitanjem Hoge Raad u biti pita kako utvrditi „ukupnu vrijednost ponude“ prilikom ocjene mogućnosti primjene Direktive o prospektu na konkretnu prodaju udjela, s obzirom na prag propisan člankom 1. stavkom 2. točkom (h) te direktive. Međutim, prije razmatranja tog pitanja smatram da je korisno ispitati razinu samog mjerodavnog praga s posebnim osvrtom na okolnosti konkretne prodaje u glavnom postupku.

10 — Vidjeti točku 10. gore, prva alineja

37. Kada je Rechtbank Breda 27. prosinca 2010. donio odluku u ovršnom postupku, propisani prag iznosio je 2.500.000 eura i u Direktivi o prospektu i u nizozemskom zakonodavstvu. Četiri dana poslije na snagu je stupila Direktiva 2010/73, koja je prag u Direktivi o prospektu povisila na 5.000.000 eura, što su države članice morale prenijeti u svoja zakonodavstva do 1. srpnja 2012.¹¹ Međutim, unatoč činjenici da je većina izmjena koje je donijela Direktiva 2010/73 prenesena u nizozemsko pravo¹², čini se da je navedeni prag ostao nepovišen. Slijedom toga postoji razlika između Direktive o prospektu i nizozemskog zakonodavstva, koja će vjerojatno i dalje postojati u trenutku kada dođe do konkretne prodaje u glavnom postupku.

38. I nizozemska vlada i Komisija spominju tu razliku, ali nijedna nije izvela određeni zaključak. Premda nije potpuno jasno iz njezinog pisanog očitovanja, proizlazi da je Komisija zauzela stav prema kojem je država članica ovlaštena primijeniti propise nacionalnog prava koji odgovaraju odredbama Direktive o prospektu ako je ponuda ispod trenutnog praga od 5.000.000 eura iz članka 1. stavka 2. točke (h), ali ona nije ovlaštena tražiti objavu prospekta ako je ponuda ispod praga od 100.000 eura iz članka 3. stavka 2. točke (e).

39. Ako je to doista Komisijino mišljenje, čini mi se da je pogrešno. Direktiva o prospektu je mjera usklađivanja zakonodavstava, kojoj je jedan od temeljnih ciljeva osigurati „jedinstvenu putovnicu“ na temelju koje izdavatelji mogu prikupljati kapital u državama članicama. Taj cilj ne bi bio ostvaren kada bi mjerodavni prag za primjenu odredaba Direktive o prospektu – od kojih se najviše ističe obveza objavljivanja prospekta, na kojoj se temelje sve ostale obveze – bio različit u pojedinim državama članicama.

40. U vezi s pragom od 100.000 eura iz članka 3. stavka 2. točke (e) Direktive o prospektu, moram priznati da me zbunjuje to kako se on tu našao. Ako je „ponuda vrijednosnih papira ukupne vrijednosti manje od 100.000 eura, čiji se limit izračunava tijekom razdoblja od 12 mjeseci“, nije nužno pobliže navesti da se „[o]bveza objavljivanja prospekta ne primjenjuje“ jer su takve situacije već u cijelosti izuzete od primjene te direktive primjenom znatno višeg praga iz članka 1. stavka 2. točke (h). Štoviše, pomalo je neobično da odredba direktive uređuje određenu vrstu transakcije koja je već izričito isključena iz područja primjene te direktive.

41. Da je namjera zakonodavca bila zahtijevati od država članica da propišu obvezu objavljivanja prospekta u slučaju kada ukupna vrijednost ponude prelazi 2.500.000 eura (odnosno, kasnije 5.000.000 eura), onemogućiti im da propišu obvezu objavljivanja prospekta u slučaju kada je vrijednost ponude ispod 100.000 eura i dopustiti im opciju da tu obvezu propišu ili ne propišu u slučaju vrijednosti ponude između tih dvaju iznosa, čini mi se da je tu namjeru trebalo puno jasnije izraziti. Kako stvari stoje, ni u tekstu preambule ni u odredbama direktive ne mogu pronaći ništa što bi upućivalo na takvu namjeru.

42. Slijedom toga, smatram da bi izdavatelj odnosno ponuditelj od 1. srpnja 2012. bili ovlašteni osloniti se na izmijenjenu Direktivu o prospektu ako bi nizozemska tijela vlasti zahtijevala objavu prospekta u slučaju ponude čija je ukupna vrijednost između 2.500.000 i 5.000.000 eura, a nacionalni sudovi bili bi dužni izuzeti od primjene bilo koje domaće pravilo koje bi zahtijevalo takvu objavu.

43. Kada je riječ o metodi utvrđivanja ukupne vrijednosti ponude u tom pogledu, mogu razumjeti kakve sve poteškoće mogu nastati u različitim okolnostima. Prodaja na dražbi je neizvjesna te iako udjeli mogu imati objektivnu (ili barem približno određivu) ekonomsku vrijednost, nitko ne može jamčiti da će biti prodani po toj cijeni.

11 — Vidjeti točku 9. i bilješku 5. gore

12 — Wet van 10 mei 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet toezicht financiële verslaggeving in verband met de herziene richtlijn prospectus (Zakon od 10. svibnja 2012. o izmjeni Zakona o financijskom nadzoru i Zakona o nadzoru financijskih informacija u vezi s izmijenjenom Direktivom o prospektu)

44. Međutim, u okolnostima poput onih u glavnom postupku čini mi se da takve poteškoće nema. Rechtbank Breda pobrinuo se odrediti da treba prodati samo onoliko udjela koliko je potrebno za isplatu 500.000 eura, uvećano za troškove postupka. Budući da su troškovi postupka načelno određivi s razumnim stupnjem točnosti, ukupan iznos koji treba ostvariti prodajom trebao bi biti gotovo potpuno poznat prije početka dražbe. Prema mojem shvaćanju, taj iznos treba uzeti kao „ukupnu vrijednost ponude“ u svrhu primjene praga iz članka 1. stavka 2. točke (h) Direktive o prospektu.

45. Stoga bi se Direktivu o prospektu, uključujući obvezu objavljivanja prospekta, moglo eventualno primijeniti samo ako bi ta ukupna vrijednost ponude prešla 5.000.000 eura.

46. Krajnje je nevjerojatno da bi troškovi postupka ovrhe i prodaje udjela na dražbi radi prikupljanja glavnice u iznosu od 500.000 eura uopće mogli iznositi približno 4.500.000 eura. Kada bi to bio slučaj, to bi predstavljalo krajnje ozbiljan problem za pravosudni sustav Nizozemske.

47. Prema tome, čini se da je konkretna prodaja u glavnom postupku izričito isključena iz područja primjene Direktive o prospektu tako da nije moguće propisati obvezu objavljivanja prospekta. Stoga je za nadležni nacionalni sud u tim okolnostima potpuno nepotrebno razmotriti čisto hipotetsko pitanje nastaje li obveza objavljivanja prospekta u slučaju slične prodaje u većem iznosu.

48. Međutim, ne smije se ispustiti iz vida činjenicu da se vrijednosni prag iz članka 1. stavka 2. točke (h) Direktive o prospektu mora računati tijekom razdoblja od 12 mjeseci. Budući da se iznos o kojemu je riječ u pobijanoj odluci Rechtbank Breda navodi kao predujam za otplatu duga društava Almer i Daedalus prema društvima Van den Dungen i Oosterhout, kao i da Hoge Raad u svojem zahtjevu za prethodnu odluku nije naveo ukupan iznos duga, moguće je da će se odrediti daljnje prodaje koje bi ukupnu vrijednost ponude tijekom razdoblja od 12 mjeseci mogle dovesti do iznosa iznad praga od 5.000.000 eura. U tim okolnostima pitanje o kojemu je riječ u prethodnoj točki, to jest prvo pitanje koje je postavio Hoge Raad, više ne bi bilo samo hipotetsko.

49. Zato prelazim na pitanje je li prisilna prodaja udjelâ poput onih o kojima je riječ u glavnom postupku ponuda vrijednosnih papira javnosti za koju članak 3. stavak 1. Direktive o prospektu propisuje obvezu objavljivanja prospekta.

Prvo pitanje

50. Kao prvo, jasno je da javna prodaja na dražbi o kojoj je objavljen oglas u dvama nacionalnim listovima mora biti pokrivena definicijom „ponude vrijednosnih papira javnosti“ iz članka 2. stavka 1. točke (d) Direktive o prospektu kao „priopćavanje osobama u bilo kojem obliku i bilo kojim sredstvima“.

51. Ovdje bih istaknula da je ostatak definicije u toj odredbi („kojim se predstavlja dovoljno informacija o uvjetima ponude i ponuđenim vrijednosnim papirima, kako bi se omogućilo ulagatelju da odluči kupiti ili upisati te vrijednosne papire“) u konačnici cirkularan. Kada bi ponuda već trebala sadržavati „dovoljno informacija“, dodatno objavljivanje prospekta koji je namijenjen pružanju tih informacija¹³ bilo bi suvišno; teško je zamisliti da bi obvezu objavljivanja prospekta bilo moguće izbjeći na temelju činjenice da ponuda ne sadrži dovoljno informacija na temelju kojih bi se ulagatelju omogućilo da donese odluku. Stoga ću pretpostaviti da taj dio definicije znači da ponuda mora sadržavati naznaku vrijednosnih papira o kojima je riječ i pružiti informacije na temelju kojih ulagatelj može steći te vrijednosne papire ako tako odluči, a ne tako da ponuda mora sadržavati sve potrebne informacije na temelju kojih ulagatelj može donijeti informiranu odluku.

13 — Vidjeti točku 13. gore

52. U tom smislu oglas o prodaji na javnoj dražbi u dvama nacionalnim listovima, kako je odredio Rechtbank Breda, također mora biti u skladu s drugim dijelom definicije. Međutim, ako bi se tu odredbu doslovno tumačilo i s obzirom na to da taj oglas vjerojatno ne sadrži sve informacije na temelju kojih ulagatelj može donijeti informiranu odluku, i on bi se mogao nalaziti izvan tog dijela definicije, a slijedom toga i izvan definicije u cijelosti.

53. Ipak, na temelju vlastitog tumačenja članka 2. stavka 1. točke (d) Direktive o prospektu, pretpostavljam da je konkretna prodaja obuhvaćena širokom definicijom u toj odredbi. Stoga bi načelno podrazumijevala i obvezu objavljivanja prospekta propisanu člankom 3. stavkom 1.¹⁴

54. Međutim, navedena definicija i obveza popraćene su brojnim iznimkama (budući da se ovdje pitanje odnosi na primjenu obveze objavljivanja prospekta, u okolnostima ovog postupka nema velike koristi od razlikovanja isključenja iz područja primjene Direktive o prospektu u cijelosti i izuzeća od navedene obveze, koja je glavna odredba direktive na kojoj se temelji većina ostalih obveza).

55. Kao što sam napomenula, na konkretnu prodaju vjerojatno se primjenjuje isključenje iz područja primjene direktive iz članka 1. stavka 2. točke (h). Ostalih devet isključenja iz članka 1. stavka 2. odnosi se na posebne vrste vrijednosnih papira, no u konkretnom slučaju nema nijedne naznake da je kod udjela koji će se prodati u glavnom postupku riječ o vrsti koja ulazi u ijednu od tih kategorija.

56. U članku 3. stavku 2. navodi se pet iznimaka od obveze objavljivanja prospekta. Članak 3. stavak 2. točka (e), koji sam razmotrila gore, vjerojatno se ni u kojem slučaju ne primjenjuje na konkretnu prodaju, s obzirom na to da je očekivana vrijednost ponude iznad praga od 100.000 eura. U glavnom postupku nitko nije tvrdio da bi ostale četiri iznimke (ponuda upućena isključivo kvalificiranim ulagateljima, to jest profesionalcima, ponuda upućena manjem broju od 150 osoba po državi članici te ponuda kod koje svaki pojedini vrijednosni papir ili svaka zasebna ponuda prelazi 100.000 eura) mogle biti relevantne.

57. U članku 4. stavcima 1. i 2. navodi se zatim 13 dodatnih vrsta ponuda koje se mogu ocijeniti kao ponude vrijednosnih papira radi zamjene tih papira ili zamjene drugim ili dodatnim već izdanim vrijednosnim papirima ili kojima se trguje na uređenom tržištu. Valja ponoviti da su te ponude izuzete od obveze objavljivanja prospekta kao i da konkretna ponuda o kojoj je riječ u glavnom postupku ne ulazi ni u jednu od navedenih kategorija.

58. Stoga, iako prisilna prodaja vrijednosnih papira poput one o kojoj je riječ u glavnom postupku na prvi pogled zbog svoje naravi (za razliku od njezine vrijednosti) ne ulazi ni u jednu od izričito izuzetih kategorija, ona je nužno obuhvaćena širokom rezidualnom kategorijom kao „priopćavanje osobama u bilo kojem obliku i bilo kojim sredstvima“, koje potencijalnim ulagateljima pruža dovoljno informacija na temelju kojih mogu prepoznati ponuđene vrijednosne papire i kupiti ih ako tako odluče.

59. Međutim, smatram da iz svrhe i ciljeva Direktive o prospektu, njezinog teksta, strukture i ukupne sistematike, a posebno iz kriterijâ koji se navode u dugom popisu izričitih iznimaka od primjene te direktive ili od obveze objavljivanja prospekta, proizlazi da je namjera bila obuhvatiti sve vrste situacija u kojima se vrijednosni papiri *na uobičajen način* izdaju odnosno u kojima se njima trguje, i to posebno – ako ne i isključivo – na uređenim tržištima.

14 — Radi potpunosti treba istaknuti da, iako bi se očekivalo da se Direktiva o prospektu ponajprije primjenjuje na prodaju novog izdanja vrijednosnih papira, osobito na uređenom tržištu, iz članka 3. stavka 2. drugog podstavka jasno proizlazi da se u određenim okolnostima ona primjenjuje i na kasnije prodaje (vidjeti točku 11. gore).

60. Vjerojatno je da zakonodavac – a to je i Komisija na raspravi diskretno priznala kada se složila s tvrdnjom da Direktiva o prospektu nažalost nigdje ne spominje prisilnu prodaju vrijednosnih papira – jednostavno nije smatrao potrebnim urediti pitanje prisilnih prodaja. Nisam uspjela pronaći nijedan spomen takvih prodaja u pripremnim aktima direktive niti se itko pozvao na to pitanje pred Sudom. Moguće je da se za takve prodaje prešutno smatralo da ne ulaze u područje primjene Direktive o prospektu, s obzirom na to da se nije smatralo potrebnim igdje izričito navesti njihove specifične značajke.

61. Nadalje, očito je da su prisilne prodaje vrijednosnih papira poput prodaje u glavnom postupku doista vrlo udaljene od bilo koje uobičajene situacije izdavanja vrijednosnih papira ili trgovanja tim papirima, bilo na uređenom tržištu bilo u nekim drugim okolnostima. Prisilne prodaje nemaju ništa zajedničko s izdavanjem vrijednosnih papira i tek vrlo malo sliče trgovanju vrijednosnim papirima. Vrijednosne papire ne prodaje izdavalatelj ili imatelj, nego su oni zaplijenjeni i prodaje ih se na zahtjev treće osobe i na nalog državne sudbene vlasti, isključivo radi namirenja duga. Ukratko, takve prodaje ne ulaze u područje koje je Direktiva o prospektu trebala urediti, nego u područje pravosuđa i prisilne naplate dugova, a nema nijedne naznake prema kojoj je ta direktiva trebala na bilo koji način utjecati na to područje.

62. Kod prisilne prodaje vjerovniku nije bitno što se prodaje radi namirenja duga – to mogu biti vrijednosni papiri, zalihe, postrojenja i uređaji, zemljište i zgrade, vozila ili bilo koja druga imovina. Međutim, u nekim slučajevima mogu biti dostupni jedino vrijednosni papiri. U takvim slučajevima mislim da se Direktivu o prospektu ne može tumačiti tako da bi u odnosu na vjerovnika (ili sudskog ovršitelja koji obavlja prodaju) nametnula obvezu – i to prilično zahtjevnju obvezu – koja ne bi postojala da su dostupni neki drugi predmeti ovrhe.

63. Drugim riječima, kod donošenja Direktive o prospektu zakonodavac nije imao ni izričito ni prešutno namjeru da zahvati u različite načine na koje se u državama članicama provodi prisilna naplata dugova putem sudova u slučaju kada je to moguće isključivo prisilnom prodajom vrijednosnih papira.

64. Štoviše, treba napomenuti da ovdje, više nego u bilo kojim drugim okolnostima, potencijalni ponuditelj kod prisilne prodaje materijalne, nematerijalne ili bilo koje druge imovine mora imati na umu izreku *caveat emptor*. Kod takvih prodaja kupac uvijek mora snositi rizik u pogledu toga da predmet kupnje nema u potpunosti sve značajke za koje se na prvi pogled čini da ih ima. Takav ponuditelj ne može očekivati i ne očekuje istu vrstu sveobuhvatnih informacija i odgovornosti za nedostatke koje bi mogao očekivati u slučaju kupnje proizvoda od proizvođača ili vrijednosnih papira od izdavalatelja ili ponuditelja u redovnom postupku trgovanja. To je zapravo pravi razlog koji je potaknuo Hoge Raad da se zapita o metodi utvrđivanja ukupne vrijednosti ponude kada uobičajena pažnja ponuditelja upućuje na to da je postignuta cijena znatno ispod stvarne vrijednosti vrijednosnih papira.

65. Gore navedenim razmatranjima može se dodati, iako možda tek podredno, određeni broj argumenata koji su istaknuti u različitim dijelovima postupka pred Sudom, a tiču se praktičnih poteškoća u vezi s objavljivanjem prospekta u slučaju prisilne prodaje vrijednosnih papira.

66. Naravno, moguće je da će prilikom takve prodaje vrijednosnih papira biti dostupan i valjani prospekt¹⁵. Da je to slučaj u glavnom postupku, možemo pretpostaviti da sud ne bi uputio zahtjev za prethodnu odluku.

15 — Vidjeti točku 15. gore

67. Također je moguće (i to je možda slučaj u glavnom postupku) da imatelj vrijednosnih papira ima pristup dovoljnom broju informacija kako bi izradio prospekt ili pomogao u njegovoj izradi. Međutim, čak i u tom slučaju prikupljanje, uređivanje i oblikovanje potrebnih informacija¹⁶ težak je zadatak koji može otežati i produljiti postupak ovrhe duga¹⁷.

68. S druge strane, možda je vjerojatnije da neće biti dostupan valjani prospekt i/ili da je vrijednosne papire izdao subjekt s kojim imatelj nema nikakvih drugih odnosa pa nema interes objaviti prospekt isključivo za potrebe prisilne prodaje s kojom nema nikakve veze. Izdavatelj možda uopće nema sjedište u Europi; sasvim je moguće da se prisilna prodaja odnosi na vrijednosne papire koje je izdalo društvo koje posluje u Africi, Aziji, Australiji ili u jednoj od Amerika, na koje pravo Europske unije ili države članice u kojoj je određena prisilna prodaja ne može utjecati. Tko bi u tom slučaju bio dužan poštovati članak 6. stavak 1. Direktive o prospektu¹⁸? Jedini mogući odgovor jest ponuditelj, koji je vjerojatno sudski izvršitelj koji provodi prodaju, s obzirom na to da su vrijednosni papiri već oduzeti od dužnika.

69. Slijedom toga, prikupljanje detaljnih informacija potrebnih za sastavljanje prospekta pokazalo bi se kao nesavladiva prepreka te bi u tom slučaju znatno otežalo djelotvorno ostvarivanje građanskopravnih sredstava zaštite prema nacionalnom pravu.

70. To potvrđuje moj stav prema kojem prisilna prodaja vrijednosnih papira poput prodaje u glavnom postupku ne ulazi u područje primjene Direktive o prospektu.

Zaključak

71. Na temelju svih prethodnih razmatranja držim da bi Sud trebao na sljedeći način odgovoriti na pitanja koja je postavio Hoge Raad der Nederlanden:

1. Direktiva 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. studenoga 2003. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje te o izmjeni Direktive 2001/34/EZ ne primjenjuje se na situaciju u kojoj vrijednosne papire treba prodati na dražbi kako bi se prikupio novčani iznos za koji je unaprijed poznato da će biti ispod praga od 5.000.000 eura, propisanoga člankom 1. stavkom 2. točkom (h) navedene direktive, kako je izmijenjena.
2. Direktiva 2003/71 ne primjenjuje se na prisilnu prodaju vrijednosnih papira u odnosu na koje je sud odredio pljenidbu i prodaju radi namirenja duga njihovog imatelja.

16 — Vidjeti točke 13. i 19. gore

17 — Vidjeti također točku 16. gore

18 — Vidjeti točke 14. i 17.