



## Zbornik sudske prakse

PRESUDA SUDA (drugo vijeće)

19. prosinca 2013.\*

„Prethodno pitanje – Pravo društava – Druga direktiva 77/91/EEZ – Odgovornost dioničkog društva za povredu obveze objavljivanja – Netočnost informacija sadržanih u osnovnom prospektu – Doseg odgovornosti – Propisi države članice koji predviđaju naknadu cijene koju je stjecatelj platio za kupnju dionica“

U predmetu C-174/12,

povodom zahtjeva za prethodnu odluku na temelju članka 267. UFEU-a, koji je uputio Handelsgericht Wien (Austrija), odlukom od 26. ožujka 2012., koju je Sud zaprimio 12. travnja 2012., u postupku

**Alfred Hirmann**

protiv

**Immofinanz AG,**

u prisutnosti:

**Aviso Zeta AG,**

SUD (drugo vijeće),

u sastavu: R. Silva de Lapuerta, predsjednica vijeća, J. L. da Cruz Vilaça (izvjestitelj), G. Arestis, J.-C. Bonichot i A. Arabadjiev, suci,

nezavisna odvjetnica: E. Sharpston,

tajnik: K. Malacek, administrator,

uzimajući u obzir pisani postupak i nakon rasprave održane 17. travnja 2013.,

uzimajući u obzir očitovanja koja su podnijeli:

za A. Hirmana, S. Ganahl i J. Moyal, *rechtsanwälte*,

za Immofinanz AG, A. Zahradnik i B. Rieder, *rechtsanwälte*,

za Aviso Zeta AG, A. Jank, *rechtsanwalt*,

za austrijsku vladu, A. Posch, u svojstvu agenta,

\* Jezik postupka: njemački

za portugalsku vladu, L. Inez Fernandes i D. Tavares, u svojstvu agenata,  
za Europsku komisiju, G. Braun i R. Vasileva, u svojstvu agenata,  
saslušavši mišljenje nezavisne odvjetnice na raspravi održanoj 12. rujna 2013.,  
donosi sljedeću

### Presudu

- 1 Zahtjev za prethodnu odluku odnosi se na tumačenje:
  - članka 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive Vijeća 77/91/EEZ od 13. prosinca 1976. o koordinaciji zaštitnih mehanizama koje, radi zaštite interesa članica i ostalih, države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu članka [48. drugog podstavka UEZ-a], s obzirom na osnivanje dioničkih društava i održavanje i promjenu njihovog kapitala, a s ciljem ujednačavanja tih zaštitnih mehanizama (SL 1977, L 26, str. 1.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 17., svezak 1., str. 3.), kako je izmijenjena i dopunjena Direktivom Vijeća 92/101/EEZ od 23. studenoga 1992. (SL L 347, str. 64., u daljnjem tekstu: Druga direktiva),
  - članka 14. Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 28. siječnja 2003. o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem (zlouporabi tržišta) (SL L 96, str. 16., u daljnjem tekstu: Direktiva o zlouporabi tržišta) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 3., str. 74.),
  - članka 6. i 25. Direktive 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 L 345, str. 64., u daljnjem tekstu: Direktiva o prospektu) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 3., str. 84.),
  - članka 7., 17. i 28. Direktive 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i o izmjeni Direktive 2001/34/EZ (SL L 390, str. 38, u daljnjem tekstu: Direktiva o transparentnosti) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 4., str. 73.),
  - kao i članka 12. i 13. Direktive 2009/101/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o usklađivanju zaštitnih mjera koje, radi zaštite interesa članova i trećih strana, države članice zahtijevaju za trgovačka društva u smislu [članka 48. drugog podstavka UEZ-a], s ciljem izjednačavanja takvih zaštitnih mjera (SL L 258, str. 11.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 17., svezak 1., str. 275.).
- 2 Zahtjev je upućen u okviru spora između A. Hirmana i Immofinanz AG (u daljnjem tekstu: Immofinanz) o poništenju pravnog posla stjecanja dionica tuženika.

## Pravni okvir

### *Pravo Unije*

- 3 Četvrta uvodna izjava Druge direktive navodi:

„budući da bi se trebale usvojiti odredbe Zajednice o očuvanju kapitala, koji predstavlja sigurnost za vjerovnike, posebno zabranom bilo kakvog smanjenja kapitala podjelom dioničarima kad dioničari na to nemaju pravo te ograničavanjem prava društva na stjecanje vlastitih dionica”.

- 4 Članci 12., 15., 16., 18. do 20. i 42. Druge direktive, među ostalim, predviđaju:

#### *„Članak 12.*

Podložno odredbama koje se odnose na smanjenje upisanog kapitala, dioničari ne mogu biti oslobođeni obveze uplate svojih uloga.

[...]

#### *Članak 15.*

1.

- a) Osim u slučajevima smanjenja upisanog kapitala, dioničarima se ne može izvršiti nikakva isplata kad je sa zadnjim danom posljednje financijske godine neto imovina prikazana u godišnjem financijskom izvještaju društva bila, ili bi nakon takve isplate postala, manja od iznosa upisanog kapitala uvećanog za rezerve koje se ne mogu podijeliti u skladu sa zakonom ili statutima.

[...]

- d) Izraz ‚isplata‘ korišten u točkama (a) i (c) posebno uključuje plaćanje dividendi i kamata na dionice.  
[...]

#### *Članak 16.*

Svaku isplatu koju dioničari prime, a koja je izvršena suprotno članku 15. dioničari moraju vratiti ako društvo dokaže da su ti dioničari znali, ili su s obzirom na okolnosti morali znati, za nepravilnost te isplate.

[...]

#### *Članak 18.*

1. Društvo ne može upisati vlastite dionice.

[...]

*Članak 19.*

1. Ako zakoni države članice dozvoljavaju društvu stjecanje vlastitih dionica, bilo putem samog društva ili osobe koja djeluje u svoje ime, ali za račun društva, takva stjecanja moraju biti uvjetovana najmanje sljedećim uvjetima:

- a) ovlaštenje daje glavna skupština, koja određuje uvjete takvih stjecanja, a posebno najveći broj dionica koje će biti stečene, trajanje razdoblja na koje se daje ovlaštenje i koje ne može biti duže od 18 mjeseci te, u slučaju stjecanja za vrijednost, najviši i najniži iznos. [...];

[...]

*Članak 20.*

1. Države članice mogu odlučiti ne primjenjivati članak 19. na:

[...]

- d) dionice stečene na temelju zakonske obveze ili sudske odluke [...]

[...]

*Članak 42.*

S ciljem provedbe ove Direktive, zakoni država članica osiguravaju jednak tretman svih dioničara koji su u istom položaju.”

- 5 Članak 14. stavak 1. Direktive o zlouporabi tržišta određuje:

„Ne dovodeći u pitanje pravo država članica da izriču kaznene sankcije, države članice osiguravaju, u skladu sa svojim nacionalnim zakonom, mogućnost poduzimanja odgovarajućih upravnih mjera ili upravnih sankcija protiv odgovornih osoba kada se nisu poštovala odredbe donesene u provedbi ove Direktive. Države članice osiguravaju da su te mjere učinkovite, proporcionalne i odvraćajuće.”

- 6 Prema uvodnoj izjavi 10. Direktive o prospektu, ista ima za svrhu osigurati zaštitu ulagatelja i učinkovitost tržišta.

- 7 Članak 6. i članak 25. stavak 1. navedene direktive propisuju kako slijedi:

„*Članak 6.*

Odgovornost povezana s prospektom

1. Države 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. Odgovorne osobe će biti jasno navedene u prospektu zajedno s njihovim imenima i funkcijama ili, u slučaju pravnih osoba, njihovim imenima i sjedištima kao i njihovim izjavama da su, prema njihovim saznanjima, informacije sadržane u prospektu u skladu sa stvarnim činjenicama i da iz prospekta nisu izostavljene informacije koje bi mogle utjecati na njegovo značenje.

[...]

## Članak 25.

### Sankcije

1. Ne dovodeći u pitanje pravo država članica na izricanje kaznenih sankcija i ne dovodeći u pitanje njihov sustav građanskopravne odgovornosti, države članice osiguravaju, u skladu s svojim nacionalnim zakonodavstvom, mogućnost poduzimanja primjerenih upravnih mjera ili izricanja upravnih sankcija protiv odgovornih osoba, u slučaju nepoštovanja odredbi donesenih u provedbi ove Direktive. Države članice osiguravaju da ove mjere budu učinkovite, proporcionalne i odvraćajuće.

[...]"

- 8 Članci 7., 17. stavak 1. i 28. stavak 1. Direktive o transparentnosti navode:

### „Članak 7.

#### Odgovornost

Države članice osiguravaju da barem izdavatelj ili njegova upravna, rukovodeća ili nadzorna tijela budu odgovorni za sastavljene i objavljene informacije u skladu s člancima 4., 5., 6. i 16. te da se njihovi zakoni i drugi propisi u vezi s odgovornošću odnose na izdavatelje, tijela spomenuta u ovom članku ili odgovorne osobe izdavatelja.

[...]

### Članak 17.

Obveza informiranja za izdavatelje čije su dionice uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu

1. Izdavatelj dionica koje su uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu osigurava jednako postupanje prema svim imateljima dionica koji su u istom položaju.

[...]

### Članak 28.

### Sankcije

1. Ne dovodeći u pitanje pravo države članice na izricanje kaznenih sankcija, države članice osiguravaju, u skladu sa svojim nacionalnim pravom, mogućnost poduzimanja primjerenih upravnih mjera ili izricanja građanskopravnih i/ili upravnih sankcija protiv odgovornih osoba, u slučaju nepoštivanja odredbi donesenih u skladu s ovom Direktivom. Države članice osiguravaju da te mjere budu učinkovite, proporcionalne i odvraćajuće.

[...]"

- 9 Sukladno uvodnoj izjavi 10. Direktive 2009/101, kako bi se osigurala pravna sigurnost vezano uz odnose između trgovačkog društva i trećih strana, a također između članova, nužno je ograničiti slučajeve u kojima može doći do ništavosti, ograničiti retroaktivne učinke proglašenja ništavosti te odrediti kratak rok u kojem treće strane mogu podnijeti prigovor na bilo koju takvu izjavu.

10 Prema odredbama članka 12. navedene direktive:

„Zakonodavstva država članica mogu odlučiti o ništavosti društava samo poštujući sljedeće odredbe:

(a) ništavost mora biti utvrđena sudskom odlukom;

(b) ništavost se može utvrditi samo zbog razloga navedenih u točkama i) do vi):

[...]

Osim spomenutih razloga ništavosti, trgovačko društvo ne podliježe nijednom drugom razlogu za nepostojanje, apsolutnu ni relativnu ništavost ni izjavu o ništavosti.”

11 Članak 13. iste direktive predviđa:

„1. Pitanje da li se na odluku o ništavosti koju je donio sud može pozvati protiv trećih strana uređeno je člankom 3. Ako nacionalno zakonodavstvo daje trećoj strani pravo da pobija tu odluku, ona to može učiniti u roku šest mjeseci od dana objave sudske odluke.

2. Posljedica ništavosti je početak likvidacije društva, kao i prestanak trgovačkog društva.

3. Ništavost sama po sebi ne utječe na važenje bilo kojih obveza koje je trgovačko društvo preuzelo, ne dovodeći u pitanje posljedice likvidacije trgovačkog društva.

4. Zakonodavstva svake države članice mogu donijeti odredbu vezano uz učinke ništavosti na članove trgovačkog društva.

5. Imatelji udjela u kapitalu ostaju obvezani plaćati kapital koji je upisan, a koji nije uplaćen, u mjeri u kojoj to obveze prema vjerovnicima zahtijevaju.”

#### *Austrijsko pravo*

12 Članak 5. Zakona o tržištu kapitala (Kapitalmarktgesetz) od 6. prosinca 1991. (BGBl. 625/1991) predviđa:

„(1) Ako se ponuda za koju postoji obveza objavljivanja prospekta objavi bez prethodne objave prospekta ili informacija iz članka 6., ulagatelji, odnosno potrošači u smislu članka 1. stavka 1. druge alineje Zakona o zaštiti potrošača (Konsumentenschutzgesetz), mogu odustati od svoje ponude ili od ugovora.

[...]

(4) Pravo na odustanak propisano stavkom 1. prestaje protekom roka od tjedan dana od dana objave prospekta ili informacija iz članka 6.” [neslužbeni prijevod]

13 Članak 6. stavak 2. navedenog zakona određuje:

„Ulagatelji koji su prihvatili ponudu za kupnju ili upis vrijednosnih papira ili ulaganja nakon nastanka okolnosti, pogreške ili netočnosti iz stavka 1., ali prije objave dodatka koji se na to odnosi, imaju pravo povući svoj prihvrat u roku od dva dana nakon objave dodatka. U tom smislu ovdje se primjenjuje članak 5. Ako se ulagatelji mogu smatrati potrošačima u smislu članka 1. stavka 1. druge alineje [Zakona o zaštiti potrošača], primjenjuje se i rok iz članka 5. stavka 4.” [neslužbeni prijevod]

14 Članak 11. stavci 1. do 6. Zakona o tržištu kapitala navode:

„(1) Za štetu koju svaki ulagatelj pretrpi zbog povjerenja u informacije iz prospekta ili u druge informacije koje se zahtijevaju sukladno predmetnom saveznom zakonu (članak 6.) koje su bitne za ocjenu vrijednosnih papira ili ulaganja odgovorne su sljedeće osobe,

1. izdavatelj, za pogrešne ili nepotpune informacije koje su prenesene njegovom krivnjom ili krivnjom njegovih zaposlenika, opunomoćenika ili drugih osoba koje su sudjelovale u izradi prospekta;

[...]

(6) Ako postupanje koje je uzrokovalo štetu nije bilo namjerno, visina odgovornosti u pogledu svakog ulagatelja ograničena je na cijenu koju su ulagatelji platili uvećanu za troškove i kamate koje se računaju od dana plaćanja kupovne cijene. [...]” [neslužbeni prijevod]

15 Članak 52. Zakona o dioničkim društvima (Aktiengesetz) od 6. rujna 1965. (BGBl. I, 98/1965 I, str. 1089.), kako je izmijenjen i dopunjen zakonom od 22. rujna 2005. (BGBl. I, 2005 I, str. 2802.), predviđa:

„Ulozi se ne smiju vratiti dioničarima; tijekom postojanja društva, oni imaju pravo samo ubirati dobit koja proizlazi iz godišnjeg izvješća, ako ista nije isključena iz raspodjele zakonom ili statutom. Ne smatra se povratom uloga plaćanje kupovne cijene u slučaju dopuštenog stjecanja vlastitih dionica (članci 65. i 66.)” [neslužbeni prijevod]

### Glavni postupak i prethodna pitanja

16 Dana 7. siječnja 2005. A. Hirmann kupio je dionice ImmoFinanza u vrijednosti od 10.013,75 eura. Stjecanje je obavljeno putem posrednika, financijskog društva Aviso Zeta AG (u daljnjem tekstu: Aviso Zeta), na sekundarnom tržištu, a ne u okviru povećanja kapitala. Kupoprodajnu cijenu stjecatelj je platio Aviso Zeti i odnosne dionice bile su registrirane na računu vrijednosnih papira otvorenom pri tom društvu na ime A. Hirmanna.

17 U sporu u glavnom postupku A. Hirmann prigovara ImmoFinanzu poduzimanje nezakonitih mjera usmjerenih na podizanje vrijednosti vlastitih dionica. Naime, te dionice kupovala su u svrhu manipulacije tržištem putem posrednika društva kćeri grupe Aviso Zeta, koja također kontroliraju ImmoFinanz.

18 Uz to, A. Hirmann tvrdi da je dionice stekao na temelju prospekta ImmoFinanza koji se odnosio na tadašnje tržište kapitala. Naime, u prospektu je to društvo navodilo kako stjecanje njegovih dionica predstavlja sigurno ulaganje bez rizika. Međutim, navedeni prospekt sadržavao je nepotpune, pogrešne informacije koje dovode u zabludu. Zbog toga je protiv bivših članova uprave ImmoFinanza pokrenut kazneni postupak koji je još u tijeku.

19 U tim okolnostima A. Hirmann zatražio je od suda koji je uputio zahtjev poništenje ugovora o kupnji dionica te naknadu štete i kamate. U tu je svrhu, među ostalim, zahtijevao da se ImmoFinanzu naloži povrat iznosa koji odgovara prvotnoj kupovnoj cijeni dionica uvećanoj za kamate, u zamjenu za povrat tih dionica ImmoFinanzu.

20 ImmoFinanz smatra da je ovaj zahtjev protivan obvezujućim načelima nacionalnog prava i prava Unije koje uređuje područje dioničkih društava, osobito u odnosu na obvezu održavanja kapitala tih društava. Odgovornost toga društva prema A. Hirmannu imala bi učinak zaštite jednog dioničara na štetu svih drugih dioničara i njihovih vjerovnika.

21 Smatrajući da je za rješavanje spora koji se pred njime vodi nužno tumačenje prava Unije, Handelsgericht Wien odlučio je prekinuti postupak i postaviti Sudu sljedeća prethodna pitanja:

„1) Je li odredba nacionalnog prava koja predviđa odgovornost dioničkog društva izdavatelja prema stjecatelju dionica zbog povrede obveze informiranja iz prava tržišta kapitala na temelju sljedećih odredbi sadržanih u

- člancima 6. i 25. [Direktive o prospektu];
- člancima 7., 17. i 28. [Direktive o transparentnosti];
- članku 14. [Direktive o zlouporabi tržišta]

spojiva s člancima 12., 15., 16., 19. i 42. [Druge direktive]?

2) Treba li odredbe članka 12., 15., 16. i, posebno, članka 18., 19. i 42. [Druge direktive] tumačiti u smislu da su protivne nacionalnim propisima koji obvezuju dioničko društvo, na temelju odgovornosti navedene [u prvom pitanju], da nadoknadi stjecatelju kupovnu cijenu i ponovno preuzme stečene dionice?

3) Treba li odredbe članka 12., 15., 16., 18., 19. i 42. [Druge direktive] tumačiti u smislu da odgovornost dioničkog društva navedena [u prvom pitanju]

- može obuhvatiti i imovinu dioničkog društva (upisani kapital uvećan za rezerve u smislu članka 15. stavka 1. točke a) [Druge direktive]), i
- može postojati iako bi mogla uzrokovati insolventnost dioničkog društva?

4) Treba li odredbe članka 12. i 13. Direktive 2009/101 [...] tumačiti u smislu da su protivne nacionalnim propisima koji omogućuju retroaktivno poništenje stjecanja udjela, u smislu da se smatra da u slučaju poništenja ugovora o kupnji dionica isti proizvodi učinke *ex nunc* [vidjeti presudu od 15. travnja 2010., E. Friz, C-215/08, Zb., str. I-2947.]?

5) Treba li odredbe članka 12., 15., 16., 18., 19. i 42. [Druge direktive] i članke 12. i 13. Direktive 2009/101 [...] tumačiti u smislu da je odgovornost ograničena do visine vrijednosti dionica – ako dionice društva kotiraju na burzi, do cijene tih dionica na burzi – u vrijeme kada je zahtjev podnesen, na način da bi naknada dioničaru u određenim slučajevima mogla biti niža od cijene koju je prvotno platio za dionice?”

## O prethodnim pitanjima

### *Prvo i drugo pitanje*

22 Svojim prvim i drugim pitanjem, koja treba ispitati zajedno, sud koji je uputio zahtjev pita treba li članke 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive tumačiti u smislu da su protivni nacionalnim propisima koji, u okviru prenošenja direktiva o prospektu, o transparentnosti i o zlouporabi tržišta, s jedne strane predviđaju odgovornost dioničkog društva kao izdavatelja prema stjecatelju dionica istog društva na temelju povrede obveze informiranja predviđene gore navedenim direktivama i, s druge strane, zbog te odgovornosti dotičnom društvu nameću obvezu da stjecatelju nadoknadi iznos koji odgovara kupovnoj cijeni dionica i ponovno ih preuzme.



- 23 Odredbe Druge direktive na koje se pozivaju dva gore spomenuta pitanja u biti imaju za cilj osigurati održavanje temeljnog kapitala dioničkih društava i jednakost postupanja prema dioničarima.
- 24 U odnosu na cilj održavanja kapitala, druga uvodna izjava Druge direktive proglašava da je, kako bi se osigurala najmanja ekvivalentna zaštita i za dioničare i za vjerovnike dioničkih društava, koordinacija nacionalnih odredbi koje se odnose na njihovo osnivanje i održavanje, povećanje ili smanjenje njihovog kapitala posebno važna. Četvrta uvodna izjava iste direktive naznačuje da joj je cilj očuvanje kapitala, koji predstavlja sigurnost za vjerovnike, posebno zabranom bilo kakvog smanjenja kapitala podjelom dioničarima kad dioničari na to nemaju pravo te ograničavanjem prava društva na stjecanje vlastitih dionica. Posljednje je ograničenje opravdano, osobito, nužnošću osiguranja zaštite dioničara i vjerovnika protiv postupanja na tržištu koja mogu dovesti do smanjenja kapitala društva i umjetnog povećanja cijena njegovih dionica.
- 25 U tu svrhu, Druga direktiva u biti predviđa obvezu dioničara da uplate svoje uloge (članak 12.), zabranu društvu da im isplaćuje bilo kakve isplate (članak 15.), obvezu dioničarima da vrate isplate izvršene povredom članka 15. navedene direktive (članak 16.), zabranu društvu da drži svoje vlastite dionice (članak 18.) kao i uvjete pod kojima se može dopustiti odstupanje od te zabrane (članak 19.).
- 26 Što se tiče cilja jednakog postupanja prema dioničarima, članak 42. Druge direktive propisuje da za njezinu primjenu zakonodavstva država članica osiguravaju jednak tretman svih dioničara koji se nađu u istom položaju.
- 27 Iz teksta kao i iz cilja odredbi spomenutih u dvjema prethodnim točkama proizlazi da one uređuju samo pravne odnose ustanovljene između društva i njegovih dioničara koji proizlaze isključivo iz društvenog ugovora i odnose se samo na unutarnje odnose u dotičnom društvu.
- 28 Iz toga proizlazi da, kao što to tvrde A. Hirmann, austrijska i portugalska vlada kao i Europska komisija, predmetne odredbe Druge direktive nisu protivne nacionalnim propisima kojima se uvodi načelo odgovornosti društva izdavatelja zbog širenja netočnih informacija i povrede prava o tržištu kapitala i koji na temelju te odgovornosti predviđaju da to društvo stjecatelju mora nadoknaditi iznos koji odgovara kupovnoj cijeni dionica te ponovno preuzeti svoje dionice.
- 29 Naime, u takvom slučaju odgovornost dotičnog društva, u pogledu ulagatelja koji su također i dioničari, zbog neregularnosti koje je to društvo počinilo prije ili u trenutku stjecanja njegovih dionica ne proizlazi iz društvenog ugovora i ne odnosi se samo na unutarnje odnose u dotičnom društvu. U tom slučaju radi se o odgovornosti koja proizlazi iz ugovora o stjecanju dionica.
- 30 Uz to, u odnosu na načelo sukladno kojem dioničare valja tretirati jednako, oglašeno u članku 42. Druge direktive, potrebno je navesti da se dioničari koji su pretrpjeli štetu zbog povrede koju je društvo počinilo prije ili u trenutku stjecanja njegovih dionica ne nalaze u istoj situaciji kao i dioničari istog društva na čiji pravni položaj ta povreda nije utjecala.
- 31 Upravo je to razlog zbog kojeg članak 20. stavak 1. točka d) Druge direktive dopušta društvu stjecanje vlastitih dionica na temelju zakonske obveze. Za takvo stjecanje ne može se smatrati da ima za cilj smanjenje kapitala društva ili umjetno povećanje cijena dionica društva.
- 32 U tim okolnostima isplata društva izvršena dioničaru zbog neregularnosti koje je društvo počinilo prije ili u trenutku stjecanja njegovih dionica ne predstavlja isplatu u smislu članka 15. Druge direktive i, posljedično, takva isplata nije podvrgnuta uvjetima propisanim tim člankom.
- 33 Stoga argument koji je društvo Immofinanz iznijelo tijekom rasprave da se navedeni članak Druge direktive protivi tužbi za građansku odgovornost koju je podnio ulagatelj protiv društva koje ga je navelo na pogrešku zbog širenja netočnih informacija ne može biti prihvaćen.

- 34 Isto tako, činjenica da društvo ponovno preuzima dionice koje je ulagatelj kupio na temelju pogrešnih podataka, širenje kojih se može pripisati tom društvu, ne ulazi u područje primjene članka 18. Druge direktive. Takvo stjecanje vlastitih dionica društva posljedica je zakonske obveze u skladu s kojom društvo mora nadoknaditi štetu oštećenom ulagatelju, a ta je obveza potpuno strana *ratio legis* ovoga članka.
- 35 Uz to, iz odluke kojom se upućuje prethodno pitanje i posebno iz teksta prethodnih pitanja proizlazi da je svrha predmetnih nacionalnih propisa u glavnom postupku prenošenje u nacionalni pravni poredak članka 6. i 25. Direktive o prospektu, 7., 17. i 28. Direktive o transparentnosti i članka 14. Direktive o zlouporabi tržišta.
- 36 Članak 6. stavak 1. Direktive o prospektu predviđa da države članice osiguravaju da je za informacije objavljene u prospektu odgovoran barem izdavatelj.
- 37 Osim toga, članak 7. Direktive o transparentnosti propisuje da države članice osiguravaju da je za sastavljanje i objavljivanje informacije sukladno toj direktivi odgovoran barem izdavatelj. Prema članku 17. stavku 1. te direktive, navedeni izdavatelj osigurava jednako postupanje prema svim imateljima dionica koji su u istom položaju.
- 38 Potrebno je ustvrditi da nacionalni propisi koji predviđaju odgovornost dioničkog društva u svojstvu izdavatelja vrijednosnih papira prema ulagatelju u slučaju povrede obveze informiranja koja se tom društvu nameće zadovoljavaju zahtjeve iz članka 6. stavka 1. Direktive o prospektu i članka 7. Direktive o transparentnosti, ne dovodeći u pitanje načelo jednakog postupanja ugrađeno u članak 17. stavak 1. zadnje navedene direktive.
- 39 Osim toga, članak 25. stavak 1. Direktive o prospektu, članak 28. stavak 1. Direktive o transparentnosti i članak 14. stavak 1. Direktive o zlouporabi tržišta, koji imaju sličan izričaj, propisuju da, ne dovodeći u pitanje njihovo pravo na primjenu kaznenih sankcija, države članice osiguravaju da će, sukladno njihovom nacionalnom pravu, odgovarajuće mjere ili administrativne sankcije biti primijenjene protiv odgovornih osoba u slučaju nepoštovanja odredbi usvojenih na temelju tih direktiva, i te mjere moraju biti učinkovite, proporcionalne i odvraćajuće.
- 40 Iako se, protivno članku 25. stavku 1. Direktive o prospektu, članak 28. stavak 1. Direktive o transparentnosti i članak 14. stavak 1. Direktive o zlouporabi tržišta izričito ne pozivaju na sustave građanske odgovornosti u državama članicama, Sud je već presudio da, kad je riječ o dodjeli naknade štete i kamata te eventualnoj mogućnosti dodjele naknade štete koja ima karakter sankcije, u odsutnosti odredaba prava Unije za tu materiju, unutarnji pravni poredak svake države članice mora odrediti mjerila prema kojima se određuje visina naknade štete, pri čemu treba poštovati načela ekvivalentnosti i učinkovitosti (vidjeti, radi analogije, presudu od 13. srpnja 2006., Manfredi i dr., C-295/04 do C-298/04, Zb., str. I-6619., t. 92. kao i od 6. lipnja 2013., Donau Chemie i dr., C-536/11, t. 25. do 27.).
- 41 Iz prethodno navedenog proizlazi da države članice raspoložu velikom marginom prosudbe u izboru sankcija primjenjivih zbog povrede obveza koje proizlaze iz navedenih direktiva od strane društava izdavatelja, uz ograničenje u poštovanju prava Unije.
- 42 Jednako proizlazi i da je, u slučaju odgovornosti izdavatelja dionica, na državama članicama da izaberu građanskopravne mjere naknade.
- 43 U konkretnom slučaju sustav građanske odgovornosti predviđen predmetnim nacionalnim propisima u glavnom predmetu predstavlja odgovarajuće pravno sredstvo za štetu koju je pretrpio ulagatelj kao i za povredu obveze informiranja koju je počinio izdavatelj. Osim toga, priroda je toga sustava da odvraća izdavatelje od dovođenja ulagatelja u zabludu.

- 44 Uvođenje takvog sustava odgovornosti u okviru je margine prosudbe povjerene državama članicama i nije protivno pravu Unije.
- 45 Na prvo i drugo pitanje potrebno je odgovoriti da članke 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive treba tumačiti u smislu da nisu protivni nacionalnim propisima koji, u okviru prenošenja direktiva o prospektu, transparentnosti i zlouporabi tržišta, s jedne strane predviđaju odgovornost dioničkog društva u svojstvu izdavatelja prema stjecatelju dionica istog društva na temelju povrede obveze informiranja predviđene zadnje navedenim direktivama i, s druge strane, zbog te odgovornosti dotičnom društvu nameću obvezu da stjecatelju nadoknadi iznos koji odgovara kupovnoj cijeni dionica te da ponovno preuzme te dionice.

### *Treće pitanje*

- 46 Svojim trećim pitanjem sud koji je uputio zahtjev pita treba li članke 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive tumačiti u smislu da su protivni nacionalnim propisima koji predviđaju da obveza društva izdavatelja da nadoknadi stjecatelju iznos koji odgovara kupovnoj cijeni dionica i da ponovno preuzme dionice može obuhvatiti i temeljni kapital društva (upisani kapital uvećan za rezerve) te dovesti do insolventnosti društva.
- 47 Kao što je to nezavisna odvjetnica navela u točki 84. svog mišljenja, ovo je pitanje posve hipotetskog karaktera, s obzirom na to da sud koji je uputio zahtjev u svom zahtjevu za prethodnu odluku nije obrazložio razloge zbog kojih bi mu odgovor na ovo pitanje mogao biti koristan za rješavanje spora u glavnom predmetu, pozivajući se samo, u općenitim pojmovima, na rizik moguće insolventnosti društva izdavatelja.
- 48 U tim okolnostima na treće pitanje nije potrebno odgovoriti.

### *Četvrto pitanje*

- 49 Svojim četvrtim pitanjem sud koji je uputio zahtjev u biti pita treba li članke 12. i 13. Direktive 2009/101 tumačiti u smislu da su protivni nacionalnim propisima koji, u okolnostima poput onih u glavnom postupku, predviđaju retroaktivno poništenje ugovora o kupnji dionica.
- 50 Članak 12. prvi podstavak točke a) i b) Direktive 2009/101 iscrpno navodi uvjete pod kojima se može utvrditi ništavost društava sudskom odlukom. Drugi podstavak toga članka propisuje da, osim razloga ništavosti predviđenih prvim podstavkom, društva ne podliježu nijednom drugom razlogu za nepostojanje, apsolutnu ni relativnu ništavost ni izjavu o ništavosti.
- 51 Što se tiče članka 13. navedene direktive, njime se određuju posljedice proglašenja ništavosti.
- 52 Potrebno je podsjetiti da predmetni nacionalni propisi u glavnom postupku uvode načelo odgovornosti društva izdavatelja zbog širenja netočnih informacija i povrede prava o tržištu kapitala te predviđaju da na temelju te odgovornosti društvo ima obvezu nadoknaditi stjecatelju iznos koji odgovara kupovnoj cijeni dionica i ponovno preuzeti dionice.
- 53 Cilj je takvih propisa, osobito, osigurati da se osobama koje su pretrpjele štetu omogućí vraćanje u stanje prije postupanja koje im je prouzročilo štetu, zahtijevajući, s jedne strane, da se stjecatelju nadoknadi iznos koji odgovara cijeni koju je platio da bi stekao dionice i, s druge strane, da se dionice zadrže u temeljnom kapitalu dotičnog društva prema istoj osnovi kao i ostale dionice.
- 54 Iz toga slijedi da sustav odgovornosti koji se primjenjuje na društva zbog povrede određenih odredbi prava o tržištu kapitala nikako nije povezan s postupcima za poništenje društava koji proizlaze iz članka 12. i 13. Direktive 2009/101.

- 55 Posljedično, s obzirom na to da retroaktivno poništenje predmetnog ugovora o kupnji dionica u glavnom postupku ne može dovesti do poništenja društva, članci 12. i 13. Direktive 2009/101 nemaju utjecaja na četvrto pitanje suda koji je uputio zahtjev.
- 56 Sud koji je uputio zahtjev posebno pita o mogućoj primjenjivosti u predmetnom slučaju sudske prakse iz gore navedene presude E. Friz.
- 57 U toj presudi Sud je bio pozvan izjasniti se o sukladnosti nacionalnih propisa koji su pripisivali samo učinke *ex nunc* odricanju potrošača od članstva u fondu za nekretnine ustanovljenom u obliku društva osoba s Direktivom Vijeća 85/577/EEZ od 20. prosinca 1985. za zaštitu potrošača u pogledu ugovora sklopljenih izvan poslovnih prostorija (SL L 372, str. 31.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 15., svezak 13., str. 3.).
- 58 Nakon što je u točki 44. gore navedene presude E. Friz naveo da zaštita potrošača zajamčena Direktivom 85/577 nije apsolutna, Sud je u točki 50. te presude presudio da se ta direktiva ne protivi proglašenju raskida ugovora s učincima *ex nunc*.
- 59 U tom pogledu, potrebno je istaknuti da činjenice zbog kojih je došlo do spora u vezi s gore navedenom presudom E. Friz nisu usporedive s onima u sporu u glavnom postupku.
- 60 Naime, u predmetu u kojem je donesena gore navedena presuda E. Friz otkaz ugovora koji je potrošač potpisao da bi pristupio fondu za nekretnine nije bio utemeljen na protupravnom postupanju druge ugovorne strane, već jedino na primjeni prava koje svim potrošačima daje članak 5. stavak 1. Direktive 85/577, omogućujući im raskidanje ugovora sklopljenih tijekom posjeta trgovaca njihovim domovima.
- 61 U tim okolnostima, Sud je u točkama 46. do 48. gore navedene presude E. Friz odlučio da Direktiva 85/577 nije bila protivna predmetnim nacionalnim propisima u glavnom postupku jer su isti imali za cilj osigurati, sukladno općim načelima građanskog prava, zadovoljavajuću ravnotežu kao i pravičnu raspodjelu rizika među različitim zainteresiranim stranama. Uostalom, Sud je već presudio kako iz opće strukture i iz teksta više odredaba ove direktive proizlazi da zaštita potrošača podliježe određenim ograničenjima (vidjeti presudu od 10. travnja 2008., Hamilton, C-412/06, Zb., str. I-2383., t. 39. i 40.).
- 62 S druge strane, u predmetu u glavnom postupku izvjesno je da se poništenje ugovora o kupnji dionica temelji samo na neregularnostima koje je počinilo društvo izdavatelj, što je prouzročilo štetu stjecatelju. U takvom slučaju nije opravdano kao instrumentu ocjene usklađenosti nacionalnog propisa s pravom Unije pribjegavati kriterijima zadovoljavajuće ravnoteže i pravične raspodjele rizika između različitih zainteresiranih strana, na koje se poziva gore navedena presuda E. Friz.
- 63 Na četvrto pitanje potrebno je odgovoriti da se članci 12. i 13. Direktive 2009/101 trebaju tumačiti u smislu da nisu protivni nacionalnim propisima koji u okolnostima poput onih u predmetu u glavnom postupku predviđaju retroaktivno poništenje ugovora o kupnji dionica.

#### *Peto pitanje*

- 64 Svojim petim pitanjem sud koji je uputio zahtjev pita treba li članke 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive kao i članke 12. i 13. Direktive 2009/101 tumačiti u smislu da je odgovornost koju uvode predmetni nacionalni propisi u glavnom postupku ograničena na vrijednost dionica, izračunanu prema njihovoj cijeni ako dionice društva kotiraju na burzi, u trenutku kada je zahtjev podnesen.
- 65 Prije svega, što se tiče članaka 12. i 13. Direktive 2009/101, dostatno je navesti kako je u točki 54. ove presude Sud presudio da sustav odgovornosti primjenjiv na društva zbog povrede određenih odredaba prava o tržištu kapitala nikako nije povezan s postupcima poništavanja društava.

- 66 Iz toga proizlazi da navedeni članci, koji se odnose samo na ništavost društvenog ugovora, nisu relevantni u pogledu ocjene pitanja dosega odgovornosti takvih društava. Njihovo tumačenje ne može ni u jednom slučaju podržati tezu ImmoFinanza prema kojoj bi u sporu u glavnom postupku odgovornost društva nužno trebala biti ograničena na vrijednost njegovih dionica, ako dionice društva kotiraju na burzi, u trenutku podnošenja zahtjeva.
- 67 Što se tiče, s druge strane, članka 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive, važno je upozoriti da njihovo tumačenje koje je Sud donio u okviru prvih dvaju prethodnih pitanja dopušta ustvrditi, u točki 28. ove presude, da ti članci po svojoj prirodi nisu protivni nacionalnim propisima kojima se uvodi načelo odgovornosti društva izdavatelja zbog širenja netočnih informacija i povrede prava tržišta kapitala i koji predviđaju, na temelju te odgovornosti, obvezu navedenog društva da stjecatelju nadoknadi iznos koji odgovara kupovnoj cijeni dionica te da ponovno preuzme te dionice.
- 68 Usto je Sud u točki 44. ove presude zaključio da uvođenje ovakvog sustava građanske odgovornosti ulazi u okvir margine prosudbe povjerene državama članicama direktivama o prospektu, o transparentnosti i o zlouporabi tržišta te nije protivno pravu Unije.
- 69 Pod tim okolnostima, potrebno je ustvrditi da izbor između sustava građanske odgovornosti koji predviđa naknadu stjecatelju u iznosu koji odgovara kupovnoj cijeni dionica uvećanoj za kamate i sustava koji ograničava tu odgovornost na plaćanje cijene dionica u trenutku podnošenja zahtjeva za naknadu štete pripada u nadležnost država članica.
- 70 Uzimajući u obzir prethodna razmatranja, na peto pitanje potrebno je odgovoriti da članke 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive kao i članke 12. i 13. Direktive 2009/101 treba tumačiti u smislu da odgovornost koja se uvodi predmetnim nacionalnim propisima u glavnom postupku nije nužno ograničena na vrijednost dionica izračunanu prema njihovoj cijeni, ako dionice društva kotiraju na burzi, u trenutku podnošenja zahtjeva.

### **Troškovi**

- 71 Budući da ovaj postupak ima značaj prethodnog pitanja za stranke glavnog postupka pred sudom koji je uputio zahtjev, na tom je sudu da odluči o troškovima postupka. Troškovi podnošenja očitovanja Sudu, koji nisu troškovi spomenutih stranaka, ne nadoknađuju se.

Slijedom navedenog, Sud (drugo vijeće) odlučuje:

- Članke 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive Vijeća 77/91/EEZ od 13. prosinca 1976. o koordinaciji zaštitnih mehanizama koje, radi zaštite interesa članica i ostalih, države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu članka [48. drugog podstavka UEZ-a], s obzirom na osnivanje dioničkih društava i održavanje i promjenu njihovog kapitala, a s ciljem ujednačavanja tih zaštitnih mehanizama, kako je izmijenjena i dopunjena Direktivom Vijeća 92/101/EEZ od 23. studenoga 1992., treba tumačiti u smislu da nisu protivni nacionalnim propisima koji, u okviru prenošenja 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,**
  - **2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i o izmjeni Direktive 2001/34/EZ,**

— 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 28. siječnja 2003. o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem (zlouporabi tržišta),

s jedne strane, predviđaju odgovornost dioničkog društva u svojstvu izdavatelja prema stjecatelju dionica istog društva na temelju povrede obveze informiranja predviđene zadnje navedenim direktivama i, s druge strane, zbog te odgovornosti dotičnom društvu nameću obvezu da stjecatelju nadoknadi iznos koji odgovara kupovnoj cijeni dionica te ponovno preuzme te dionice.

2. Članke 12. i 13. Direktive 2009/101/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o usklađivanju zaštitnih mjera koje, radi zaštite interesa članova i trećih strana, države članice zahtijevaju za trgovačka društva u smislu [članka 48. drugog podstavka UEZ-a], s ciljem izjednačavanja takvih zaštitnih mjera, treba tumačiti u smislu da nisu protivni nacionalnim propisima koji u okolnostima poput onih u predmetu u glavnom postupku predviđaju retroaktivno poništenje ugovora o kupnji dionica.
3. Članke 12., 15., 16., 18., 19. i 42. Druge direktive 77/91, kako je izmijenjena i dopunjena Direktivom 92/101, kao i članke 12. i 13. Direktive 2009/101 treba tumačiti u smislu da odgovornost koja se uvodi predmetnim nacionalnim propisima u glavnom postupku nije nužno ograničena na vrijednost dionica izračunanu prema njihovoj cijeni, ako dionice društva kotiraju na burzi, u trenutku podnošenja zahtjeva.

Potpisi