



Zbornik sudske prakse

MIŠLJENJE NEZAVISNOG ODVJETNIKA
MICHALA BOBEKA
od 18. ožujka 2021.¹

Predmet C-605/18

**Adler Real Estate AG,
Petrus Advisers LLP,
GM**

uz sudjelovanje:

Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)

(zahtjev za prethodnu odluku koji je uputio Bundesverwaltungsgericht (Savezni upravni sud, Austrija))

„Zahtjev za prethodnu odluku – Zahtjevi transparentnosti u odnosu na vrijednosne papire uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu čije je sjedište u državi članici ili koje posluje unutar države članice – Obavješćivanje o ‚većinskim udjelima‘ ‚osoba koje djeluju zajednički‘ – Direktiva 2004/109/EZ – ‚Stroži zahtjevi‘ – ‚Nadzor‘ od strane tijela određenog u skladu s Direktivom 2004/25/EZ”

I. Uvod

1. Finanzmarktaufsichtsbehörde (Agencija za nadzor financijskih tržišta, Austrija) (u daljnjem tekstu: FMA) određenim je pojedincima izrekao novčane kazne zato što izdavatelja, čije su dionice bile uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu čije je sjedište u Austriji, nisu obavijestili o tome da su stekli „većinske udjele” u vrijednosnim papirima tog izdavatelja. Bundesverwaltungsgericht (Savezni upravni sud, Austrija) ovim zahtjevom za prethodnu odluku u bitnome želi utvrditi je li, u skladu s Direktivom 2004/109/EZ², FMA bio tijelo nadležno za sankcioniranje takve povrede obveze obavješćivanja.

¹ Izvorni jezik: engleski

² Direktiva 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 2004., L 390, str. 38.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 4., str. 73.)

II. Pravni okvir

A. Pravo Unije

1. Direktiva o ponudama za preuzimanje

2. Direktiva 2004/25/EZ (u daljnjem tekstu: Direktiva o ponudama za preuzimanje) određuje mjere kojima se usklađuju svi instrumenti država članica koji se odnose na ponude za preuzimanje vrijednosnica trgovačkih društava koje su uvrštene za trgovanje na uređenim tržištima čija su sjedišta u državi članici ili koja posluju unutar države članice³. U skladu s člankom 4. stavkom 1. te direktive, države članice određuju tijelo ili tijela nadležna za nadzor ponuda na koje se odnose pravila koja one donesu ili uvedu na temelju te direktive.

2. Direktiva o transparentnosti

3. Direktivom 2004/109 (u daljnjem tekstu: Direktiva o transparentnosti) nastoje se uskladiti zahtjevi transparentnosti u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu čije je sjedište u državi članici ili koje posluje unutar države članice. U skladu s uvodnom izjavom 2. te direktive, „dioničari, fizičke osobe ili pravni subjekti koji imaju pravo glasa ili financijske instrumente koji daju pravo na stjecanje postojećih dionica s pravom glasa” trebaju obavijestiti izdavatelje o stjecanju ili drugim promjenama u „većinskim udjelima” u društvima kako bi potonji bili u mogućnosti obavijestiti javnost.

4. Uvodna izjava 28. te direktive objašnjava:

„U svakoj državi članici potrebno je odrediti jedno nadležno tijelo koje će preuzeti odgovornost za nadzor usklađenosti s odredbama donesenim na temelju ove Direktive, kao i za međunarodnu suradnju [...]”

5. Nakon izmjene izvršene Direktivom 2013/50/EU (u daljnjem tekstu: Direktiva o izmjeni Direktive o transparentnosti)⁴, članak 3. Direktive o transparentnosti trenutačno propisuje:

„1. Matična država članica može izdavatelju postaviti strože zahtjeve od onih utvrđenih ovom Direktivom, osim što ne može zahtijevati da izdavatelji objave periodične financijske informacije češće od godišnjih financijskih izvještaja iz članka 4. i polugodišnjih financijskih izvještaja iz članka 5.

1.a Odstupajući od stavka 1., matična država članica može pred izdavatelje postaviti zahtjev da objave dodatne periodične financijske informacije češće od godišnjih financijskih izvještaja iz članka 4. i polugodišnjih financijskih izvještaja iz članka 5., ako su ispunjeni sljedeći uvjeti:

– dodatne periodične financijske informacije ne predstavljaju nerazmjernan financijski teret u relevantnoj državi članici, posebice za male i srednje izdavatelje; i

³ Članak 1. stavak 1. Direktive o ponudama za preuzimanje

⁴ Direktiva Europskog parlamenta i Vijeća od 22. listopada 2013. o izmjenama Direktive 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu, Direktive 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje te Direktive Komisije 2007/14/EZ o utvrđivanju detaljnih pravila za provedbu određenih odredbi Direktive 2004/109/EZ (SL 2013., L 294, str. 13. i ispravci SL 2014., L 14, str. 18. i SL 2016., L 41, str. 54.)

- da je sadržaj zatraženih dodatnih financijskih informacija proporcionalan faktorima koji doprinose donošenju investicijskih odluka od strane ulagatelja u relevantnoj državi članici.

[...]

Matična država članica ne smije imatelju dionica ili fizičkoj ili pravnoj osobi navedenoj u člancima od 10. do 13. nametnuti strože zahtjeve od onih utvrđenih ovom Direktivom, osim ako:

[...]

- iii. primjenjuje zakone i druge propise donesene u vezi s ponudama za preuzimanje, transakcijama spajanja i drugim transakcijama koje utječu na vlasništvo i kontrolu trgovačkih društava, pod nadzorom tijela koje imenuju države članice u skladu s člankom 4. Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje”.

6. U skladu s člankom 10. Direktive o transparentnosti:

„Obveza obavješćivanja određena u stavcima 1. i 2. članka 9. također se primjenjuje na fizičke i pravne osobe ako one imaju pravo stjecati, otpustiti ili ostvariti pravo glasa u bilo kojem od sljedećih slučajeva ili njihovoj kombinaciji:

- (a) prava glasa koja ima treća strana s kojom je ta fizička ili pravna osoba sklopila sporazum koji ih obvezuje da donesu, zajedničkim ostvarivanjem prava glasa koja imaju, dugoročnu zajedničku politiku u vezi s upravljanjem izdavateljem o kojem je riječ.”

7. Prema članku 24. Direktive o transparentnosti:

„1. Svaka država članica imenuje središnje tijelo iz članka 21. stavka 1. Direktive 2003/71/EZ kao središnje nadležno upravno tijelo odgovorno za provedbu obveza propisanih ovom Direktivom i osiguravanje primjene odredbi donesenih u skladu s ovom Direktivom [...]

2. Države članice mogu dopustiti svom središnjem nadležnom tijelu delegiranje zadaća. [...] Svako delegiranje zadaća provodi se na poseban način uz navođenje zadaća koje je potrebno poduzeti i uvjeta u skladu s kojima ih je potrebno izvršiti.

[...] U svakom slučaju, nadležno tijelo imenovano u skladu sa stavkom 1. ima konačnu odgovornost za nadzor usklađenosti s odredbama ove Direktive i provedbenih mjera koje su donesene u skladu s ovom Direktivom.”

B. Austrijsko pravo

1. ÜbG

8. Direktiva o ponudama za preuzimanje prenesena je u austrijsko pravo Bundesgesetzom betreffend Übernahmeangebote (Savezni zakon o ponudama za preuzimanje) (u daljnjem tekstu: ÜbG)⁵. U njegovu je članku 1. točki 6. na sljedeći način definiran pojam „pravni subjekti koji djeluju zajednički”:

„Pravni subjekti koji djeluju zajednički: fizičke ili pravne osobe koje na temelju sporazuma surađuju s ponuditeljem s ciljem stjecanja ili provođenja kontrole nad ciljnim trgovačkim društvom, osobito koordinacijom glasačkih prava, ili na temelju sporazuma surađuju s ciljnim trgovačkim društvom s ciljem sprečavanja uspješnog ishoda ponude za preuzimanje. Ako pravni subjekt ima izravan ili neizravan kontrolni udio (članak 22. stavci 2. i 3.) u jednom ili nekoliko drugih pravnih subjekata, smatra se da svi ti pravni subjekti djeluju zajednički; isto vrijedi ako se nekoliko pravnih subjekata sporazumjelo o ostvarivanju svojih glasačkih prava prilikom izbora članova nadzornog odbora.”

9. U skladu s člankom 22. stavkom 1. ÜbG-a:

„Svaka osoba koja izravno ili neizravno stekne kontrolni udio u ciljnom trgovačkom društvu o tome odmah obavještuje Komisiju za preuzimanje te mora dostaviti ponudu za sve vrijednosne papire tog društva u skladu s odredbama ovog saveznog zakona u roku od 20 burzovnih dana od stjecanja kontrolnog udjela.”

10. Prema točki 1. članka 22.a ÜbG-a, „obveza dostavljanja ponude na temelju članka 22. stavka 1. postoji [...] kada se stvori skupina subjekata koji djeluju zajednički koja skupno stječe kontrolni udio”.

11. U prvom stavku članka 23. ÜbG-a, naslovljenog „Pripisivanje dionica i proširenje ponuditeljevih obveza”, objašnjeno je da se glasačka prava „osobama koje djeluju zajednički” u smislu članka 1. točke 6. ÜbG-a međusobno pripisuju primjenom članaka 22. do 22.b.

2. BörseG iz 1989.

12. U vrijeme nastanka činjeničnog stanja u ovom slučaju na snazi je bila verzija Börsegesetzes iz 1989. objavljena u BGBl.-u I 98/2015 (u daljnjem tekstu: BörseG iz 1989.). Člankom 91. i sljedećim člancima BörseG-a iz 1989. provedene su, među ostalim, obveze priopćavanja informacija o „većinskim udjelima” koje proizlaze iz odjeljka I. poglavlja III. Direktive o transparentnosti, a osobito iz njezina članka 9. stavka 1.

13. Obveza obavješćivanja predviđena u članku 91. BörseG-a iz 1989. proširena je člankom 92. stavkom 7. tog zakona na slučaj „glasačkih prava koja se osobi mogu pripisati na temelju članka 23. stavka 1. ili stavka 2. ÜbG-a”.

⁵ BGBl. I br. 127/1998

III. Činjenično stanje, nacionalni postupak i prethodna pitanja

14. Übernahmekommission (Komisija za preuzimanje, Austrija) je „nadzorno tijelo” koje je Austrija odredila u skladu s člankom 4. Direktive o ponudama za preuzimanje.

15. Komisija za preuzimanje donijela je 22. studenoga 2016. odluku (u daljnjem tekstu: prethodna odluka) protiv društava Adler Real Estate AG (u daljnjem tekstu: Adler), Mountain Peak Trading LLP (u daljnjem tekstu: Mountain Peak), Westgrund AG (u daljnjem tekstu: Westgrund), Petrus Advisers Ltd (u daljnjem tekstu: Petrus) i GM-a (fizičke osobe). Ta je odluka donesena u okviru postupka utvrđivanja činjenica u vezi sa stjecanjem „većinskog udjela” od 31,36 % u društvu Conwert Immobilien SE (u daljnjem tekstu: Conwert) i u vezi s povezanim neispunjenjem obveze dostavljanja javne ponude o preuzimanju. U njoj je utvrđeno da je nakon međusobnog pripisivanja glasačkih prava u skladu s člankom 23. stavkom 1. ÜbG-a stečen kontrolni udio u smislu članka 22. ÜbG-a.

16. Komisija za preuzimanje je to utvrđenje o dosezanju potrebnog praga donijela na temelju članka 1. točke 6. ÜbG-a predviđenih kriterija o zbrajanju koji se primjenjuju kada su u pitanju „pravni subjekti koji djeluju zajednički”. U skladu s člankom 23. stavkom 1. ÜbG-a, ta glasačka prava u društvu Conwert su se društvima Adler, Mountain Peak, Westgrund, Petrus i osobi GM stoga trebala prvi put međusobno pripisati 29. rujna 2015. Načelno, prema točki 1. članka 22.a ÜbG-a, to stjecanje „većinskog udjela” trebalo je dovesti do podnošenja obvezne ponude za preuzimanje društva Conwert u roku od 20 burzovnih dana.

17. Oberster Gerichtshof (Vrhovni sud, Austrija) odbio je presudom od 1. ožujka 2017. tužbu protiv prethodne odluke. Ta je odluka stoga postala pravomoćna.

18. FMA, „središnje nadležno upravno tijelo” u smislu članka 24. Direktive o transparentnosti, izrekao je 29. lipnja 2018. društvima Adler i Petrus te osobi GM novčane kazne zbog povrede obveze obavješćivanja predviđene u članku 92. stavku 7. BörseG-a iz 1989. Tu obvezu imaju fizičke ili pravne osobe koje, pojedinačno ili zajednički, steknu udio od najmanje 30 % u „ciljnom trgovačkom društvu”. Prema navodu FMA-a, društva Adler i Petrus te osoba GM u ovom su slučaju „djelovali zajednički” u smislu članka 1. točke 6. ÜbG-a kada su kupovali dionice u društvu Conwert. Glasačka prava na temelju njihovih udjela u društvu Conwert tim su se subjektima stoga trebala prvi put međusobno pripisati 29. rujna 2015.

19. FMA se prilikom klasificiranja društava Adler i Petrus te osobe GM kao „osoba koje djeluju zajednički” smatrao vezanim pravomoćnom činjeničnom i pravnom kvalifikacijom iz prethodne odluke. On stoga nije sâm ocjenjivao treba li društva Adler i Petrus te osobu GM kvalificirati kao „osobe koje djeluju zajednički” u smislu članka 1. točke 6. ÜbG-a niti trebaju li im se glasačka prava na temelju njihovih udjela međusobno pripisati. FMA je odlučio da se u postupku izricanja novčanih kazni moglo istražiti samo postojanje subjektivnih obilježja (*mens rea*) kaznenog djela društava Adler i Petrus te osobe GM.

20. Sud koji je uputio zahtjev navodi da BörseG iz 1989., kojim je Direktiva o transparentnosti prenesena u austrijsko pravo, osobama s „većinskim udjelima” (udio od najmanje 30 %) u „izdavatelju” nameće obveze obavješćivanja. Te su obveze šire od onih koje propisuje Direktiva o transparentnosti. Taj sud stoga smatra da se obveza obavješćivanja koju „pravni subjekti koji djeluju zajednički” imaju na temelju članka 92. stavka 7. BörseG-a iz 1989. mora smatrati obuhvaćenom pojmom „stroži zahtjevi od onih utvrđenih” Direktivom o transparentnosti.

21. Međutim, sud koji je uputio zahtjev dvoji jesu li ti „stroži” zahtjevi u skladu s člankom 3. stavkom 1.a četvrtim podstavkom točkom iii. Direktive o transparentnosti. Ta odredba propisuje da eventualni „stroži” zahtjevi moraju biti „pod nadzorom tijela koje imenuju države članice u skladu s člankom 4. [Direktive o ponudama za preuzimanje]”.

22. Sud koji je uputio zahtjev izražava sumnje i u pogledu usklađenosti austrijskih postupovnih pravila o obvezujućim učincima pravomoćnih upravnih odluka s člankom 47. Povelje Europske unije o temeljnim pravima (u daljnjem tekstu: Povelja), u situaciji u kojoj se smatra da prethodna odluka Komisije za preuzimanje, koja je postala pravomoćna, kasnije obvezuje FMA-a.

23. S obzirom na navedeno, Bundesverwaltungsgericht (Savezni upravni sud, Austrija) odlučio je prekinuti postupak i Sudu uputiti sljedeća prethodna pitanja:

- „1. Treba li članak 3. stavak 1.a četvrti podstavak točku iii. 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, kako je posljednji put izmijenjena Direktivom 2013/50/EU Europskog parlamenta i Vijeća, tumačiti na način da je pretpostavka dopuštenosti ‚strožih zahtjeva’ za ‚imatelje dionica ili fizičke ili pravne osobe’ to da su ‚zakoni i drugi propisi’ kojima se nameću stroži zahtjevi u pogledu obavješćivanja o udjelima ‚pod nadzorom’ tijela koje je država članica odredila u skladu s člankom 4. Direktive 2004/25/EZ [...] o ponudama za preuzimanje te da taj nadzor obuhvaća ispunjavanje strožih zahtjeva u pogledu obavješćivanja o udjelima u smislu Direktive 2004/109/EZ?
2. Protivi li se članku 47. Povelje Europske unije o temeljnim pravima nacionalna praksa prema kojoj pravomoćna odluka nadzornog tijela donesena u skladu s člankom 4. Direktive 2004/25/EZ kojom je utvrđeno da je određena osoba prekršila nacionalne propise donesene radi prenošenja Direktive 2004/25/EZ ima obvezujući učinak i u okviru kaznenog postupka koji se vodi protiv iste osobe zbog povrede nacionalnih pravila koji se na to odnose utvrđenih radi prenošenja Direktive 2004/109/EZ (Direktiva o transparentnosti), tako da ta osoba ne može u pravnom i činjeničnom pogledu osporavati već pravomoćno utvrđenu povredu?”

24. Pisana očitovanja podnijeli su društvo Adler i društvo Petrus, osoba GM, FMA te Europska komisija. Sve navedene stranke, osim Komisije, usto su odgovorile na pisana pitanja koja im je Sud postavio.

IV. Analiza

25. Ovo je mišljenje strukturirano na sljedeći način. Započet ću prvim pitanjem suda koji je uputio zahtjev i tumačenjem izraza „pod nadzorom” s obzirom na kontekst odredbe u kojoj se nalazi. Nakon toga ću se okrenuti kontekstu ovog slučaja. U vidu iznesenih razmatranja zaključit ću da je potrebno odgovoriti samo na prvo pitanje (A). Međutim, s obzirom na usku povezanost između ovog predmeta i zahtjeva za prethodnu odluku koji je isti nacionalni sud uputio u usporednom predmetu (predmetu C-546/18, Adler Real Estate⁶), odgovor na drugo pitanje u ovom postupku već je pružen u tom usporednom predmetu (B).

⁶ Vidjeti moje mišljenje u predmetu Adler Real Estate i dr. (C-546/18).

A. Prvo pitanje

26. Sud koji je uputio zahtjev svojim prvim pitanjem traži pojašnjenje treba li članak 3. stavak 1.a četvrti podstavak točku iii. Direktive o transparentnosti, kako je izmijenjen Direktivom o izmjeni Direktive o transparentnosti, tumačiti na način da „stroži zahtjev” obavješćivanja od onog utvrđenog u Direktivi o transparentnosti mora biti pod nadzorom tijela koja države članice određuju u skladu s člankom 4. Direktive o ponudama za preuzimanje. Ako je odgovor na to pitanje potvrđan, javlja se potpitanje može li se takav „nadzor” razdvojiti od zadaće „osiguravanja usklađenosti” s tim „strožim” zahtjevima obavješćivanja.

27. To pitanje zahtijeva mnogo „raspakiravanja”. Pritom ću prvo opisati promjene uvedene Direktivom o izmjeni Direktive o transparentnosti i objasniti potrebu za ubacivanje članka 3. stavka 1.a četvrtog podstavka u Direktivu u transparentnosti (1.). Potom ću tu odredbu protumačiti s obzirom na kontekst u kojem se nalazi i preduvjete njezine primjene (2.). Nakon toga ću se okrenuti tumačenju izraza „pod nadzorom” iz članka 3. stavka 1.a četvrtog podstavka točke iii. Direktive o transparentnosti, kako bih odredio koje bi tijelo trebalo provoditi regulatorni nadzor nad tim „strožim” zahtjevima obavješćivanja (3.). Tek ću tada moći pružiti odgovor na pitanje suda koji je uputio zahtjev.

1. Direktiva o transparentnosti i njezina izmjena

28. U okviru šireg cilja dovršavanja jedinstvenog tržišta financijskih usluga i konvergencije standarda financijskog izvještavanja u Uniji, Direktivom o transparentnosti htjelo se doprinijeti uspostavi „učinkovitog, transparentnog i integriranog tržišta vrijednosnih papira”⁷. Njome je ostvareno *minimalno usklađenje* zahtjeva obavješćivanja za fizičke ili pravne osobe koje stječu ili na druge načine raspoložu vrijednosnim papirima izdavatelja uvrštenima na uređenom tržištu države članice⁸. Na taj je način državama članicama ostavljena diskrecijska ovlast da prilikom prenošenja tih zahtjeva premaše minimalnu usklađenu razinu propisivanjem „strožih” zahtjeva od onih iz Direktive o transparentnosti⁹.

29. Kako je objašnjeno u Radnom dokumentu službi Komisije o djelovanju Direktive o transparentnosti, učinak tih „strožih” zahtjeva bilo je „neujednačeno usklađenje”. To je osobama ili subjektima otežalo istodobno poštovanje zakona nekoliko država članica¹⁰.

30. Direktivom o izmjeni Direktive o transparentnosti nastojalo se riješiti taj problem. Njome je načelno državama članicama oduzeta diskrecijska ovlast da imatelje dionica podvrgnu „strožim” zahtjevima obavješćivanja od onih iz Direktive o transparentnosti¹¹. Međutim, Direktivom o

⁷ Uvodne izjave 1. i 9. Direktive o transparentnosti

⁸ Što je u suprotnosti s, primjerice, potpunim usklađenjem zahtjeva objavljivanja putem „Uredbe o prospektu” (Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ (SL 2017., L 168, str. 12)).

⁹ Članak 3. stavak 1. Direktive o transparentnosti

¹⁰ Radni dokument službi Komisije – Evaluacija primjene Direktive 2004/109/EZ: nastali problemi; Dokument priložen Izvješću Komisije Vijeću, Europskom parlamentu, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru Regija – Primjena Direktive 2004/109/EZ o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu, COM(2010)243 (SEC(2009)611 *final*), t. 6. Također vidjeti, u pogledu problema „prekomjerne regulacije” (eng. *gold plating*), Radni dokument službi Komisije – Izvješće o strožim nacionalnim mjerama u kontekstu Direktive 2004/109/EZ o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu (SEC(2008)3033 *final*), t. 6.

¹¹ Uvodna izjava 12. Direktive o izmjeni Direktive o transparentnosti. Također vidjeti zabranu propisivanja strožih zahtjeva imateljima vrijednosnih papira sadržanu u članku 3. stavku 1.a četvrtom podstavku Direktive o transparentnosti.

izmjeni Direktive o transparentnosti istodobno se morala zadržati mogućnost država članica da takve zahtjeve propišu u pogledu *nekih drugih* aspekata regulacije nacionalnih tržišta vrijednosnih papira.

31. Jedan od tih aspekata je regulacija ponuda za preuzimanje, transakcija spajanja i drugih transakcija koje utječu na vlasništvo i kontrolu trgovačkih društava. Ta su pitanja načelno uređena Direktivom o ponudama za preuzimanje¹². U skladu s člankom 3. stavkom 1.a četvrtim podstavkom točkom iii. Direktive o transparentnosti, matična država članica može imatelja vrijednosnih papira podvrgnuti zahtjevima obavješćivanja koji su „stroži” od onih iz Direktive o transparentnosti ako ti zahtjevi spadaju u područje primjene Direktive o ponudama za preuzimanje. Međutim, ti „stroži” zahtjevi moraju biti „*pod nadzorom*” tijela koje imenuju države članice u skladu s” člankom 4. te direktive¹³.

32. Izvor neslaganja u ovom predmetu je tumačenje izraza „pod nadzorom” iz te odredbe, čemu se sada okrećem.

2. „Pod nadzorom”

33. Sud koji je uputio zahtjev pita treba li izraz „pod nadzorom” iz članka 3. stavka 1.a četvrtog podstavka točke iii. Direktive o transparentnosti tumačiti na način da se odnosi samo na „nadzor” „strožih” zahtjeva iz nacionalnog prava ili na način da se odnosi i na osiguravanje njihove „usklađenosti”.

34. Osoba GM, društvo Adler i Komisija doslovno tumače tu točku. Oni navode da ona očito upućuje na tijela koja države članice imenuju u skladu s člankom 4. Direktive o ponudama za preuzimanje kao ona koja moraju „nadzirati” „strože” zahtjeve.

35. FMA pak tvrdi da bi se duhu i svrsi Direktive o transparentnosti protivilo to da je za jamčenje usklađenosti s tom direktivom nadležno ijedno tijelo osim njega. Ističe da je samo on „središnje nadležno upravno tijelo” u smislu članka 24. stavka 1. Direktive o transparentnosti. Shodno tomu, tekst članka 24. stavka 1. Direktive o transparentnosti ne ide u prilog tumačenju članka 3. stavka 1.a četvrtog podstavka točke iii. te direktive koje bi nadzor „strožih” zahtjeva povjeravalo Komisiji za preuzimanje. Osim toga, pojam „tijelo imenovano u skladu s člankom 4.” Direktive o ponudama za preuzimanje mora obuhvaćati sva tijela koja su stvarno nadležna za ostvarenje ciljeva Direktive o ponudama za preuzimanje. U suprotnom, subjekti bi zahtjeve obavješćivanja koji proizlaze iz Direktive o transparentnosti mogli izbjeći „djelujući zajednički” prilikom kupnje „većinskih udjela”.

36. Nisu mi uvjerljivi argumenti koje FMA iznosi.

37. Svrha Direktive o transparentnosti je uspostava zakonodavnog usklađenja. Države članice dužne su odrediti upravno tijelo za nadzor ostvarivanja tog cilja¹⁴. Međutim, takvo usklađenje mora, naravno, biti u okvirima područja primjene Direktive o transparentnosti. Navedena svrha ne utječe na nadležnosti koje nisu obuhvaćene područjem primjene te direktive, uključujući one

¹² Vidjeti, primjerice, Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014., str. 140.

¹³ Moje isticanje

¹⁴ Naravno, kako FMA pravilno ističe, države članice usto mogu za potrebe članka 24. stavka 4. točke (h) Direktive o transparentnosti odrediti nadležno tijelo koje nije „središnje nadležno tijelo” u smislu članka 24. stavka 1. te direktive te mogu tom tijelu i delegirati određene ovlasti. Međutim, FMA je u svojim očitovanjima potvrdio da ti aspekti nisu relevantni u ovom predmetu.

koje se odnose na regulaciju drugih aspekata nacionalnih tržišta vrijednosnih papira¹⁵. S obzirom na navedeno, tumačenje članka 3. stavka 1.a četvrtog podstavka točke iii. Direktive o transparentnosti potvrđuje da ta iznimka vrijedi upravo za takve „izvanjske” nadležnosti: ponude za preuzimanje, transakcije spajanja i druge transakcije. U tim se područjima Direktivom o transparentnosti nikad ni nije htjelo uspostaviti usklađena pravila o zahtjevima obavješćivanja.

38. Taj zaključak potvrđuje i uvodna izjava 12. Direktive o izmjeni Direktive o transparentnosti. Zakonodavac Unije u njoj podsjeća da cilj da se režim za obavješćivanje o udjelima u vrijednosnim papirima koji daju glasačka prava uskladi ne smije dovesti u pitanje usporedne obveze iz Direktive o ponudama za preuzimanje (i inicijativu za transparentnošću koja se tom direktivom želi ostvariti). To je osobito zato što te dvije direktive slijede različite „brzine” zakonodavnih reformi: Direktiva o ponudama za preuzimanje djeluje prema načelu „koordinacije”¹⁶, u smislu da samo želi uspostaviti „određena zajednička načela i ograničen broj općih zahtjeva koje će države članice provesti putem detaljnijih pravila, u skladu s njihovim nacionalnim sustavima i njihovim kulturnim okruženjima”¹⁷. Nasuprot tomu, Direktiva o transparentnosti promiče širu inicijativu za kreiranje politike, u smislu da joj je cilj uskladiti odredbe nacionalnog prava¹⁸.

39. Shodno tomu, za izraz „stroži zahtjevi” sadržan u članku 3. stavku 1.a Direktive o transparentnosti više treba smatrati da je namijenjen „susprezanju nadležnosti”, kojoj je cilj pružiti zaštitu od „prekomjernog nadzora” od strane tijela imenovanog u skladu s člankom 24. Direktive o transparentnosti. Zakonodavac Unije na taj je način htio osigurati da „tijelo iz članka 24.” obvezu „usklađivanja” ne proširi neizravno na zahtjeve obavješćivanja koji su inače pod nadzorom „tijela iz članka 4.”.

40. Međutim, želja za preciziranjem „nadležnosti tijela iz članka 24.” relevantna je samo u slučajevima u kojima je dana država članica odlučila nadzorne ovlasti predviđene Direktivom o transparentnosti i Direktivom o ponudama za preuzimanje razdvojiti između dvaju (ili više) tijela¹⁹. Članak 3. stavak 1.a točka iii. Direktive o transparentnosti takve scenarije uzima u obzir na način da predviđa „vodeće” tijelo za potrebe Direktive o transparentnosti, kao i regulatorne granice tog tijela. Ta odredba stoga dopunjava, s drukčije strane, obvezu suradnje i dijeljenja informacija koja proizlazi iz članka 4. stavka 4. Direktive o ponudama za preuzimanje.

41. Posljedično, smatram da ništa ne upućuje na to da se člankom 3. stavkom 1.a četvrtim podstavkom točkom iii. nastoji potkopati (ili umanjiti) zadaća „središnjeg nadležnog upravnog tijela” u smislu članka 24. Direktive o transparentnosti. Ne vidim ni zašto bi pristup koji zagovaraju osoba GM, društvo Adler i Komisija otvorio mogućnost „zaobilaženja” zahtjeva obavješćivanja koji proizlaze iz Direktive o transparentnosti. Naime, kada su u pitanju „stroži” zahtjevi obavješćivanja koji su u skladu s člankom 3. stavkom 1.a četvrtim podstavkom točkom iii. Direktive o transparentnosti, oni spadaju pod okrilje (i regulatorni nadzor) „tijela iz članka 4.” koja su u tu svrhu imenovana. Ako je ta obveza pravilno prenesena u

¹⁵ Kako je objašnjeno u točki 30. ovog mišljenja

¹⁶ Uvodna izjava 1. Direktive o ponudama za preuzimanje

¹⁷ Uvodna izjava 26. Direktive o ponudama za preuzimanje

¹⁸ Uvodna izjava 5. Direktive o transparentnosti

¹⁹ Čini se da je nekoliko država članica imenovalo isto tijelo i za potrebe članka 4. Direktive o ponudama za preuzimanje i za potrebe članka 24. Direktive o transparentnosti. Vidjeti „Praktični vodič: Nacionalna pravila o obavješćivanju o većinskim udjelima u vezi s Direktivom o transparentnosti”, 31. srpnja 2019. (ESMA31-67-535), koji je izdala Europska agencija za vrijednosne papire i tržište kapitala, i „Popis nadležnih tijela određenih za potrebe Direktive 2004/25/EZ o ponudama za preuzimanje (Direktiva o ponudama za preuzimanje)”, 8. lipnja 2020.

nacionalno pravo, nema opasnosti od toga da „stroži” zahtjevi obavješćivanja za potrebe ponuda za preuzimanje, transakcija spajanja i drugih transakcija koje utječu na vlasništvo ili kontrolu trgovačkih društava postanu regulatorni ekvivalent „međunarodnim vodama”.

42. Sve to naposljetku dovodi do potpitanja podrazumijeva li takav „nadzor” usto i „osiguravanje usklađenosti” sa „strožim” zahtjevima obavješćivanja.

43. S obzirom na sve što je gore navedeno, smatram da odgovor treba biti potvrđan.

44. Kao prvo, na isključivo jezičnoj i logičnoj razini, poprilično mi je teško razlikovati „nadzor” i „osiguravanje usklađenosti”. Ako pretpostavimo da upravnim tijelima ovlasti „nadzora” nisu dodijeljene radi njihove vlastite razonode, „nadzor” se nužno uvelike preklapa s „osiguravanjem usklađenosti”.

45. Kao drugo, takav zaključak nužno proizlazi iz smislenog tumačenja članka 3. stavka 1.a četvrtog podstavka točke iii. Direktive o transparentnosti. Ništa u tekstu ili u pripremnim aktima te direktive ne upućuje na to da između „nadzora” uvjeta Direktive o transparentnosti i „osiguravanja usklađenosti” s njima treba postojati razlika.

46. Kao treće, kako sam objasnio u točkama 37. i 38. ovog mišljenja, jasno je da se članak 3. stavak 1.a četvrti podstavak točka iii. Direktive o transparentnosti odnosi na regulatorne aspekte koji nisu obuhvaćeni područjem primjene te direktive. U tom smislu bilo bi sasvim nelogično ako bi se „tijelu iz članka 24.” povjerilo nadgledanje usklađenosti sa zahtjevima *koji nisu u njegovoj nadležnosti*.

47. Stoga jedini smislen način tumačenja izraza „pod nadzorom” iz članka 3. stavka 1.a četvrtog podstavka točke iii. Direktive o transparentnosti jest da se među zahtjeve koji proizlaze iz Direktive o ponudama za preuzimanje uključi i „osiguravanje usklađenosti”.

3. Ovaj slučaj: stroži zahtjev?

48. Shodno tomu, svaki „stroži zahtjev” obavješćivanja od onih sadržanih u Direktivi o transparentnosti, koji je obuhvaćen područjem primjene članka 3. stavka 1.a četvrtog podstavka točke iii. Direktive o transparentnosti, moraju nadzirati nadležna tijela koja države članice imenuju u skladu s člankom 4. Direktive o ponudama za preuzimanje.

49. Što se tiče zakonodavnog konteksta ovog slučaja, stranke objašnjavaju da je Direktiva o ponudama za preuzimanje u austrijsko pravo prenesena ÜbG-om. Tim je zakonom kao nadležno tijelo u smislu članka 4. te direktive određena Komisija za preuzimanje. Stoga se čini, pod uvjetom potvrde suda koji je uputio zahtjev, da je Komisija za preuzimanje jedino tijelo koje izvršava tu nadležnost.

50. Osoba GM, društvo Adler i FMA u svojim odgovorima na pisano pitanje Suda objašnjavaju da je FMA jedino tijelo imenovano u skladu s člankom 24. stavkom 1. Direktive o transparentnosti te da to tijelo nije Komisiji za preuzimanje prenijelo nikakve ovlasti nadzora ili osiguravanja usklađenosti.

51. Drugim riječima, čini se da u austrijskom pravu postoji jasna dioba nadležnosti između tijela zaduženog za Direktivu o transparentnosti (FMA) i tijela zaduženog za Direktivu o ponudama za preuzimanje (Komisija za preuzimanje). To bi značilo da je samo Komisija za preuzimanje mogla

biti ovlaštena za nadzor „strožih zahtjeva” obavješćivanja od onih koji su utvrđeni u Direktivi o transparentnosti te koji spadaju pod članak 3. stavak 1.a četvrti podstavak točku iii. Direktive o transparentnosti (i za osiguravanje usklađenosti s tim zahtjevima).

52. Ta pitanja treba riješiti sud koji je uputio zahtjev jer se odnose na tumačenje nacionalnog prava. Na sudu koji je uputio zahtjev usto je da utvrdi podrazumijeva li proširenje obveze obavješćivanja predviđene u članku 92. stavku 7. BörseG-a iz 1989. na većinske udjele koji se mogu pripisati u skladu s člankom 23. stavkom 1. ÜbG-a „stroži zahtjev” od onih koji su sadržani u Direktivi o transparentnosti.

53. Međutim, kako bih u potpunosti pomogao sudu koji je uputio zahtjev, a povodom stajališta koja je taj sud već izrazio u odluci kojom je uputio zahtjev, načelno bih se složio sa sudom koji je uputio zahtjev da je u ovom slučaju, s obzirom na informacije koje je taj sud pružio, a koje se odražavaju u spisu predmeta, takav zahtjev doista prisutan.

54. Pojam „osobe koje djeluju zajednički” kao takav se ne javlja u Direktivi o transparentnosti. Međutim, njezin članak 10. točka (a) obuhvaća situaciju u kojoj fizička ili pravna osoba stječe, otpušta ili ostvaruje prava glasa „koja ima treća strana s kojom je ta fizička ili pravna osoba sklopila sporazum koji ih obvezuje da donesu, zajedničkim ostvarivanjem prava glasa koja imaju, dugoročnu zajedničku politiku u vezi s upravljanjem izdavateljem o kojem je riječ”.

55. FMA tvrdi da se ta odredba „kvalitativno” preklapa s obvezom obavješćivanja iz članka 92. stavka 7. BörseG-a iz 1989. za „osobe koje djeluju zajednički”.

56. Društva Adler i Petrus te osoba GM zauzimaju suprotno stajalište. Oni u bitnome ističu da je područje primjene nacionalnog prava šire od područja primjene članka 10. točke (a) Direktive o transparentnosti zato što ni članak 92. stavak 7. BörseG-a iz 1989. ni odredbe s kojima je izravno ili neizravno povezan ne zahtijevaju „dugoročnu zajedničku politiku u vezi s upravljanjem izdavateljem o kojem je riječ”.

57. Članak 10. točka (a) Direktive o transparentnosti sadržava nekoliko kumulativnih uvjeta. Kao prvo, on zahtijeva „sporazum”. Činjenica da sadržaj ili oblik tog sporazuma nije pobliže određen znači da je u tom pogledu dovoljna puka „suglasnost volja”. Naime, ne bi bilo naročito svrhovito ako bi se obvezi obavješćivanja podvrgnuli samo pisani (ili opipljivi) sporazumi, s obzirom na to da je opća svrha članka 9. i 10. Direktive o transparentnosti obavješćivanje o *svim* „većinskim udjelima” u uvrštenim vrijednosnim papirima. Kao drugo, ta odredba zahtijeva postojanje „obveze donošenja” – *zbog* postojanja tog sporazuma – određenog pristupa na temelju postojećih udjela²⁰. Kao treće, sporazum i u njemu donesen „pristup” moraju zahtijevati „zajedničko ostvarivanje”, to jest koordinirano djelovanje. Naposljetku, to ostvarivanje mora rezultirati „*dugoročnom zajedničkom politikom* u vezi s upravljanjem izdavateljem o kojem je riječ”²¹. Drugim riječima, ta odredba zahtijeva visok stupanj posvećenosti kroz određeno razdoblje, koja ne može biti prolazna ili povremena te koja mora biti ujednačena i usmjerena na upravljanje dotičnim društvom.

²⁰ Pritom valja istaknuti da dok engleska („to adopt”), francuska („à adopter”), španjolska („a adoptar”) i talijanska („ad adottare”) jezična verzija zahtijevaju samo „podržavanje” određenog pristupa, druge jezične verzije, osobito njemačka („zuverfolgen”), nizozemska („tevoeren”) ili češka („provádět”), više naginju k tomu da stranke doista „primjenjuju” taj pristup. Moglo bi se reći da je to više od pukog usuglašavanja oko pristupa.

²¹ Moje isticanje

58. Dovoljno je istaknuti, bez potrebe za ocjenjivanjem jesu li svi gore navedeni zahtjevi ispunjeni, a pod uvjetom potvrde suda koji je uputio zahtjev, da se ne čini da ijedna odredba nacionalnog prava na koju je sudu koji je uputio zahtjev skrenuta pozornost zahtijeva „dugoročnu zajedničku politiku” sličnu onoj koju zahtijeva članak 10. točka (a) Direktive o transparentnosti.

59. Stoga se načelno slažem sa sudom koji je uputio zahtjev da se čini da obveza obavješćivanja iz članka 92. stavka 7. BörseG-a iz 1989. za „osobe koje djeluju zajednički” sadržava „stroži zahtjev” od onog iz Direktive o transparentnosti, koji je trebao biti „pod nadzorom” tijela koje je Austrija imenovala u skladu s člankom 4. Direktive o ponudama za preuzimanje. To tijelo, prema austrijskom pravu, očito je Komisija za preuzimanje.

B. Drugo pitanje

60. Sud koji je uputio zahtjev svojim drugim pitanjem traži smjernice o tome treba li članak 47. Povelje tumačiti na način da mu se protive nacionalna postupovna pravila koja pravomoćnim upravnim odlukama koje je nadzorno upravno tijelo, određeno u skladu s člankom 4. Direktive 2004/25, donijelo u prethodnom postupku i kojima je objektivno utvrdilo određene činjenične okolnosti priznaju obvezujući učinak, ako te odluke drugom nadzornom tijelu, određenom u skladu s člankom 24. Direktive 2004/109, onemogućuju da provede vlastito istraživanje činjenica ili pravnu ocjenu u odnosu na isti predmet i iste osobe.

61. S obzirom na odgovor koji sam predložio na prvo pitanje, na drugo pitanje nije potrebno odgovoriti.

62. Međutim, radi cjelovitosti te zbog mogućnosti da bi Sud mogao imati drukčije stajalište u pogledu prvog pitanja, uputio bih na analizu koju sam već proveo u pogledu sličnih pitanja koja je sud koji je uputio zahtjev istaknuo u usporednom predmetu (predmet C-546/18, Adler Real Estate²²).

63. Ovaj postupak razlikuje se od predmeta C-546/18, Adler Real Estate po jednom elementu: pitanja otvorena u ovom predmetu odnose se na „međuinstitucionalne” učinke prethodnog utvrđenja upravnog tijela, dok su se pitanja o kojima je riječ u predmetu C-546/18, Adler Real Estate odnosila tek na „unutarinstitucionalne učinke” na pojedinačne postupke.

64. Međutim, taj element ne pravi nikakvu razliku. Odnosno, tematika tog predmeta jednaka je tematici ovoga postupka, jer oba predmeta u svojoj srži imaju isti problem: nepostojanje djelotvorne sudske zaštite sukladne članku 47. Povelje u *prvoj rundi* prethodnog postupka pred Komisijom za preuzimanje, koja je *ista u obama* predmetima.

65. Načelno, hoće li se i kako u nacionalnom pravnom poretku pravomoćnim odlukama upravnih tijela priznati obvezujući učinci prepušteno je nacionalnoj postupovnoj autonomiji država članica. To podliježe samo načelima ekvivalentnosti i djelotvornosti²³. Ako postoji (istinska) istovjetnost stranaka, povoda i predmeta postupaka, ništa ne sprječava to da se pravomoćnoj odluci jednog

²² Vidjeti moje mišljenje u predmetu Adler Real Estate i dr. (C-546/18).

²³ Vidjeti u tom smislu presudu od 11. studenoga 2015., Klausner Holz Niedersachsen (C-505/14, EU:C:2015:742, t. 40. i navedena sudska praksa).

upravnog tijela (ovdje je to Komisija za preuzimanje) priznaju obvezujući učinci kojima bi drugo upravno tijelo bilo vezano u svojem postupku (ovdje je to FMA, pod uvjetom da se na prvo pitanje prihvati odgovor drukčiji od predloženog)²⁴.

66. Međutim, da bi uređenje bilo u skladu s člankom 47. prvim stavkom Povelje, ako samo tijelo čije se odluke smatraju pravomoćnima ne ispunjava kriterije da bi činilo „sud” u smislu članka 47. prvog stavka Povelje, sud s „punom nadležnosti”, koji može razmatrati i pravna i činjenična pitanja, mora imati mogućnost preispitivati ta utvrđenja²⁵.

67. U ovom slučaju stranke su objasnile da se FMA smatrao vezanim odlukom koju je Komisija za preuzimanje donijela u ranijem postupku. Međutim, sama Komisija za preuzimanje nema obilježja „suda” u smislu članka 47. prvog stavka Povelje. Nadležnost Vrhovnog suda u tim predmetima je djelomična, ograničena samo na pravna pitanja.

68. Ukratko, institucionalni i postupovni ustroj pravila primjenjivih na ovaj slučaj ima iste nedostatke kao pravila o kojima je riječ u predmetu C-546/18, Adler Real Estate: čini se, također pod uvjetom definitivne potvrde suda koji je uputio zahtjev, da „u prvoj rundi” ne postoji djelotvorna sudska zaštita kakvu zahtijeva članak 47. prvi stavak Povelje. Taj se nedostatak, prema svemu sudeći, ne može ispraviti u „druvoj rundi” jer su tada i upravno tijelo koje kasnije odlučuje i sud koji možebitno preispituje „druhu” upravnu odluku praktički vezani utvrđenjima iz „prve” upravne odluke.

V. Zaključak

69. Predlažem da Sud na prvo prethodno pitanje koje je uputio Bundesverwaltungsgericht (Savezni upravni sud, Austrija) odgovori na sljedeći način:

Članak 3. stavak 1.a četvrti podstavak točku iii. Direktive 2004/109/EZ, kako je posljednji put izmijenjena Direktivom 2013/50/EU, treba tumačiti na način da je tijelo koje je država članica odredila u skladu s člankom 4. Direktive 2004/25/EZ nadležno za „nadzor” propisivanja „strožih zahtjeva” u smislu te odredbe.

Na nacionalnom sudu je da provjeri čine li zahtjevi obavješćivanja iz ovog slučaja „strože zahtjeve” od onih iz Direktive 2003/109/EZ.

²⁴ Vidjeti moje mišljenje u predmetu Adler Real Estate i dr. (C-546/18, t. 80.).

²⁵ *Ibid.*, t. 48.