



## Zbiór Orzeczeń

WYROK TRYBUNAŁU (druga izba)

z dnia 19 grudnia 2013 r.\*

Odesłanie prejudycjalne — Prawo przedsiębiorstw — Druga dyrektywa 77/91/EWG —  
Odpowiedzialność spółki akcyjnej za naruszenie jej obowiązków w zakresie ujawniania informacji —  
Nieprawdziwe informacje zawarte w prospekcie emisyjnym — Zakres odpowiedzialności —  
Przepisy państwa członkowskiego przewidujące zwrot ceny zapłaconej przez nabywcę za nabycie akcji

W sprawie C-174/12

mającej za przedmiot wnioszek o wydanie, na podstawie art. 267 TFUE, orzeczenia w trybie  
prejudycjalnym, złożony przez Handelsgericht Wien (Austria) postanowieniem z dnia 26 marca  
2012 r., które wpłynęło do Trybunału w dniu 12 kwietnia 2012 r., w postępowaniu:

**Alfred Hirmann**

przeciwko

**Immofinanz AG,**

przy udziale:

**Aviso Zeta AG,**

TRYBUNAŁ (druga izba),

w składzie: R. Silva de Lapuerta, prezes izby, J.L. da Cruz Vilaça (sprawozdawca), G. Arestis,  
J.C. Bonichot i A. Arabadjiev, sędziowie,

rzecznik generalny: E. Sharpston,

sekretarz: K. Malacek, administrator,

uwzględniając pisemny etap postępowania i po przeprowadzeniu rozprawy w dniu 17 kwietnia 2013 r.,

rozważywszy uwagi przedstawione:

- w imieniu A. Hirmanna przez S. Ganahla oraz J. Moyala, Rechtsanwälte,
- w imieniu Immofinanz AG przez A. Zahradnika oraz B. Riedera, Rechtsanwälte,
- w imieniu Aviso Zeta AG przez A. Janka, Rechtsanwalt,
- w imieniu rządu austriackiego przez A. Poscha, działającego w charakterze pełnomocnika,

\* Język postępowania: niemiecki.

- w imieniu rządu portugalskiego przez L. Ineza Fernandesa oraz D. Tavaresa, działających w charakterze pełnomocników,
- w imieniu Komisji Europejskiej przez G. Brauna oraz R. Vasilevą, działających w charakterze pełnomocników,

po zapoznaniu się z opinią rzecznika generalnego na posiedzeniu w dniu 12 września 2013 r.,

wydaje następujący

### Wyrok

- 1 Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy wykładni:
  - art. 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy Rady 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. [48 akapit drugi WE], w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. 1977, L 26, s. 1), zmienionej dyrektywą Rady 92/101/EWG z dnia 23 listopada 1992 r. (Dz.U. L 347, s. 64) (zwanej dalej „drugą dyrektywą”),
  - art. 14 dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.U. L 96, s. 16, zwanej dalej „dyrektywą o »nadużyciach na rynku«”),
  - art. 6 i 25 dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. L 345, s. 64, zwanej dalej „dyrektywą w sprawie »prospektu emisyjnego«”),
  - art. 7, 17 i 28 dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. L 390, s. 38, zwanej dalej „dyrektywą o »przejrzystości informacji o emitentach«”),
  - art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 września 2009 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. [48 akapit drugi WE], w celu uzyskania ich równoważności, dla zapewnienia ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich (Dz.U. L 258, s. 11).
- 2 Wniosek ten został złożony w ramach sporu pomiędzy A. Hirmanem a Immofinanz AG (zwaną dalej „Immofinanzem”) dotyczącego żądania stwierdzenia nieważności transakcji zakupu akcji tej spółki.

## Ramy prawne

### *Prawo Unii*

- 3 Motyw czwarty drugiej dyrektywy ma następujące brzmienie:

„przepisy prawa wspólnotowego powinny zostać przyjęte w celu utrzymania kapitału, stanowiącego zabezpieczenie wierzycieli, w szczególności wprowadzając zakaz jego obniżania przez dokonywanie nienależnych wypłat na rzecz akcjonariuszy oraz ograniczając prawo nabywania własnych akcji przez spółkę”.

- 4 Artykuły 12, 15, 16, 18–20 i 42 drugiej dyrektywy stanowią w szczególności:

#### „Artykuł 12

Z zastrzeżeniem postanowień dotyczących obniżenia kapitału subskrybowanego, akcjonariusze nie mogą być zwolnieni od obowiązku wniesienia wkładów.

[...]

#### Artykuł 15

1.

- a) poza przypadkami obniżenia kapitału subskrybowanego nie mogą być dokonywane wypłaty na rzecz akcjonariuszy, jeżeli w dacie zamknięcia ostatniego roku budżetowego aktywa netto wynikające z rocznego sprawozdania finansowego są lub stałyby się w następstwie takich wypłat niższe od wysokości kapitału subskrybowanego powiększonego o rezerwy, których ustawa lub statut nie pozwalają wypłacać; [...]
- d) termin »wypłata«, określony w lit. a) i c), obejmuje w szczególności wypłatę dywidend i odsetek od akcji.

[...]

#### Artykuł 16

Wszelkie wypłaty dokonane z naruszeniem art. 15 muszą być zwrócone przez akcjonariuszy, którzy je otrzymali, jeżeli spółka wykaże, że ci akcjonariusze wiedzieli o nieprawidłowości wypłat dokonanych na ich rzecz lub powinni byli wiedzieć, biorąc pod uwagę okoliczności.

[...]

#### Artykuł 18

1. Akcje spółki nie mogą być obejmowane przez nią samą.

[...]

## Artykuł 19

1. W przypadku gdy ustawodawstwo państwa członkowskiego zezwala spółce na nabywanie własnych akcji, bądź przez nią samą, bądź przez osobę działającą w imieniu własnym, lecz na rachunek tej spółki, powinno uzależnić to nabycie co najmniej od spełnienia następujących warunków:

- a) zezwolenie na nabycie jest udzielone przez walne zgromadzenie, które ustala warunki przewidywanego nabycia i w szczególności maksymalną liczbę akcji do nabycia, długość okresu, na który udzielane jest zezwolenie, a który nie może przekraczać 18 miesięcy, a także, na wypadek odpłatnego nabycia, maksymalną i minimalną granicę zapłaty [...];

[...]

## Artykuł 20

1. Państwa członkowskie mogą zrezygnować ze stosowania art. 19:

[...]

- d) do akcji nabytych w wykonaniu obowiązków ustawowych lub w wyniku orzeczenia sądowego [...];

[...]

## Artykuł 42

W celu stosowania niniejszej dyrektywy państwa członkowskie zagwarantują równe traktowanie akcjonariuszy znajdujących się w takiej samej sytuacji”.

- 5 Artykuł 14 ust. 1 dyrektywy o „nadużyciach na rynku” stanowi:

„Bez uszczerbku dla prawa państw członkowskich do nakładania sankcji karnych państwa członkowskie zapewniają, zgodnie ze swoim prawem krajowym, możliwość podjęcia właściwych środków administracyjnych lub nałożenia sankcji administracyjnych na osoby odpowiedzialne za niestosowanie przepisów przyjętych w ramach wprowadzania w życie niniejszej dyrektywy. Państwa członkowskie zapewniają, że środki te będą skuteczne, proporcjonalne i odstrasżające”.

- 6 Zgodnie z motywem 10 dyrektywy w sprawie „prospektu emisyjnego” jej celem jest zapewnienie ochrony inwestora i sprawności rynku.
- 7 Artykuły 6 i 25 wskazanej dyrektywy mają następujące brzmienie:

„Artykuł 6

Odpowiedzialność związana z prospektem emisyjnym

1. Państwa członkowskie zapewniają, że odpowiedzialność za informacje podane w prospekcie emisyjnym ponosi przynajmniej emitent lub jego organy administracyjne, zarządzające lub nadzorcze, oferujący, osoba wnioskująca o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub poręczyciel. Osoby odpowiedzialne są wyraźnie wskazane w prospekcie emisyjnym za pomocą ich imion i nazwisk oraz funkcji lub w przypadku osób prawnych za pomocą ich nazw i statutowych siedzib oraz przedstawione są ich oświadczenia, że według ich najlepszej wiedzy informacje zawarte w prospekcie emisyjnym są zgodne ze stanem faktycznym i że prospekt emisyjny nie pomija niczego, co mogłoby wpływać na jego znaczenie.

[...]

## Artykuł 25

### Sankcje

1. Bez uszczerbku dla prawa państw członkowskich do nakładania sankcji karnych i bez uszczerbku dla ich systemu odpowiedzialności cywilnej państwa członkowskie zapewniają zgodnie ze swoim prawem krajowym, żeby możliwe było podjęcie właściwych środków administracyjnych lub nałożenie sankcji administracyjnych na osoby odpowiedzialne, w przypadku gdy nie są przestrzegane przepisy przyjęte w wykonaniu niniejszej dyrektywy. Państwa członkowskie zapewniają, że środki te będą skuteczne, proporcjonalne i odstrasające.

[...]”.

- 8 Artykuł 7, art. 17 ust. 1 i art. 28 ust. 1 dyrektywy o „przejrzystości informacji o emitentach” mają następujące brzmienie:

### „Artykuł 7

#### Odpowiedzialność

Państwa członkowskie zapewniają, aby obowiązkiem sporządzania i podawania informacji do publicznej wiadomości zgodnie z art. 4, 5, 6 i 16 objęty był co najmniej emitent lub jego organy administracyjne, zarządzające lub nadzorcze, zaś państwa członkowskie zapewniają, aby ich przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne dotyczące odpowiedzialności miały zastosowanie do emitentów, wymienionych powyżej organów lub osób odpowiedzialnych w przedsiębiorstwach emitentów.

[...]

## Artykuł 17

Wymagania dotyczące udzielania informacji przez emitentów, których akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym

1. Emitent akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym zapewnia równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy posiadających ten sam status.

[...]

## Artykuł 28

### Sankcje

1. Bez uszczerbku dla prawa państw członkowskich do nakładania sankcji karnych państwa członkowskie zapewniają zgodnie ze swoim prawem krajowym [przynajmniej] możliwość zastosowania odpowiednich środków administracyjnych lub też nałożenia sankcji cywilnych i/lub administracyjnych na osoby odpowiedzialne, w przypadku gdy przepisy przyjęte zgodnie z niniejszą dyrektywą nie są przestrzegane. Państwa członkowskie zapewniają, aby środki te były efektywne, proporcjonalne i odstrasające.

[...]”.

9 Zgodnie z motywem 10 dyrektywy 2009/101 w celu zapewnienia pewności prawnej w stosunkach między spółką a osobami trzecimi, jak też między wspólnikami niezbędne staje się ograniczenie przypadków nieważności oraz retroaktywnego skutku orzeczenia nieważności i ustalenie krótkiego terminu dla sprzeciwu osoby trzeciej od takiego orzeczenia.

10 Zgodnie z art. 12 wskazanej dyrektywy:

„Prawo państw członkowskich może wprowadzać system unieważniania umowy spółki tylko na następujących warunkach:

- a) nieważność musi zostać stwierdzona orzeczeniem sądowym;
- b) nieważność może zostać stwierdzona jedynie z następujących powodów:

[...]

Poza tymi przypadkami nieważności w przypadku spółki nie można powoływać się na żadną podstawę nieistnienia, nieważności bezwzględnej, względnej lub unieważnienia”.

11 Artykuł 13 omawianej dyrektywy przewiduje:

„1. Możliwość powoływania się wobec osób trzecich na wiążący charakter orzeczenia sądu stwierdzającego nieważność umowy spółki uregulowana jest w art. 3. Jeśli prawo krajowe przewiduje dla osób trzecich możliwość zakwestionowania takiego orzeczenia, osoby te mogą to uczynić w terminie sześciu miesięcy od dnia ogłoszenia orzeczenia sądu.

2. Nieważność powoduje likwidację spółki, jak również jej rozwiązanie.

3. Bez uszczerbku dla skutków wynikających z likwidacji nieważność nie narusza ważności zobowiązań spółki lub zobowiązań podjętych wobec niej.

4. Przepisy prawa każdego państwa członkowskiego mogą regulować skutki nieważności między wspólnikami.

5. Akcjonariusze lub udziałowcy pozostają zobowiązani do wpłacenia kapitału subskrybowanego, a nie wniesionego, w takim zakresie, w jakim wymagają tego zobowiązania podjęte wobec wierzycieli”.

#### *Prawo austriackie*

12 Pargraf 5 Kapitalmarktgesetz (ustawy o rynku kapitałowym) z dnia 6 grudnia 1991 r. (BGBl. 625/1991) stanowi:

„(1) Jeżeli podlegająca obowiązkowi publikacji prospektu emisyjnego oferta zostaje złożona bez wcześniejszej publikacji prospektu emisyjnego lub informacji określonych w § 6, inwestorzy będący konsumentami w rozumieniu § 1 ust. 1 pkt 2 Konsumentenschutzgesetz [ustawy w sprawie ochrony konsumentów] mogą odwołać swoją ofertę lub odstąpić od umowy.

[...]

(4) Prawo odstąpienia określone w ust. 1 wygasa z upływem tygodnia od dnia publikacji prospektu emisyjnego lub informacji określonych w § 6”.

13 Paragraf 6 ust. 2 tej ustawy stanowi:

„Inwestorzy, którzy zgodzili się już na nabycie lub subskrypcję papierów wartościowych lub instrumentów finansowych po wystąpieniu okoliczności, błędu lub niedokładności w rozumieniu ust. 1, ale przed ogłoszeniem odnoszącego się do nich suplementu, mają prawo do wycofania swoich oświadczeń w terminie dwóch dni roboczych od publikacji suplementu. Paragraf 5 stosuje się odpowiednio. Jeżeli inwestorem jest konsument w rozumieniu § 1 ust. 1 pkt 2 [ustawy o ochronie konsumentów], obowiązuje również termin określony w § 5 ust. 4”.

14 Paragraf 11 ust. 1 i 6 ustawy o rynku kapitałowym ma następujące brzmienie:

„(1) Wobec każdego inwestora odpowiedzialność za szkodę poniesioną przez niego w związku z uzasadnionymi oczekiwaniami co do informacji zawartych w prospekcie emisyjnym lub innych wymaganych na podstawie tej ustawy federalnej informacji (§ 6), które mają istotne znaczenie dla oceny papierów wartościowych lub instrumentów inwestycyjnych, ponoszą:

1. emitent – za ogłoszenie niezgodnych ze stanem faktycznym lub niepełnych informacji, dokonane z jego własnej winy lub z winy jego pracowników lub innych osób, którymi posługiwał się przy sporządzaniu prospektu emisyjnego,

[...]

(6) Zakres odpowiedzialności wobec każdego poszczególnego inwestora, o ile zachowanie powodujące szkodę nie jest wynikiem winy umyślnej, jest ograniczony do wysokości zapłaconej przez niego ceny nabycia, włącznie z kosztami i odsetkami od dnia zapłaty ceny nabycia [...]”.

15 Paragraf 52 Aktiengesetz (ustawy o spółkach akcyjnych) z dnia 6 września 1965 r. (BGBl. I, 98/1965, s. 1089), zmienionej ustawą z dnia 22 września 2005 r. (BGBl. I, 2005, s. 2802), stanowi:

„Wkłady nie mogą być zwracane akcjonariuszom; tak długo, jak istnieje spółka, akcjonariusze mają jedynie prawo do zysku bilansowego, wynikającego z bilansu rocznego, o ile prawo to nie jest wyłączone na podstawie ustawy lub statutu. Za zwrot wkładów nie uważa się zapłaty ceny nabycia akcji w przypadku dozwolonego nabycia akcji własnych (§§ 65 i 66)”.

### **Postępowanie główne i pytania prejudycjalne**

16 W dniu 7 stycznia 2005 r. A. Hirmann nabył akcje Immofinanzu za kwotę 10 013,75 EUR. Nabycie akcji odbyło się za pośrednictwem towarzystwa finansowego Aviso Zeta AG (zwanego dalej „Aviso Zeta”) i miało miejsce na rynku wtórnym, nie zaś w ramach podniesienia kapitału. Nabywca zapłacił cenę nabycia Aviso Zecie, natomiast nabyte akcje zostały zaksięgowane na prowadzonym przez tę spółkę w imieniu A. Hirmana rachunku papierów wartościowych.

17 W postępowaniu głównym A. Hirmann zarzuca Immofinanzowi nielegalne działania mające na celu wzmocnienie kursu akcji tej spółki. Akcje te zostały bowiem nabyte za pośrednictwem spółek zależnych grupy Aviso Zeta, która kontrolowała również Immofinanz, w celach manipulowania rynkiem.

18 Ponadto A. Hirmann twierdzi, że nabył akcje na podstawie prospektu emisyjnego Immofinanzu dotyczącego rynku kapitałowego w odnośnym czasie. W tym prospekcie emisyjnym spółka ta twierdziła, że nabycie jej akcji stanowiło pewną i pozbawioną ryzyka inwestycję. Jednakże rzeczony prospekt emisyjny zawierał niepełne, nieprawdziwe lub wprowadzające w błąd informacje. W związku z tym wobec poprzednich członków zarządu Immofinanzu wszczęte zostały przygotawcze postępowania karne i związane z tym postępowania są obecnie w toku.

- 19 W tej sytuacji A. Hirmann zwrócił się do sądu odsyłającego o stwierdzenie nieważności umowy dotyczącej nabycia akcji oraz o zasądzenie odszkodowania. W tym celu domaga się on w szczególności zasądzenia od Immofinanzu kwoty odpowiadającej początkowej cenie nabycia akcji wraz z odsetkami w zamian za przeniesienie tych akcji na rzeczoną spółkę.
- 20 Zdaniem Immofinanzu żądanie to jest sprzeczne z bezwzględnie obowiązującymi zasadami prawa krajowego i prawa Unii regulującymi spółki akcyjne, w szczególności w odniesieniu do wymogu utrzymania kapitału tych spółek. Odpowiedzialność tej spółki wobec A. Hirmanna skutkowałaby ochroną indywidualnego akcjonariusza z pokrzywdzeniem wszystkich pozostałych akcjonariuszy spółki oraz jej wierzycieli.
- 21 Stwierdziwszy, że rozstrzygnięcie zawisłego przed nim sporu wymaga wykładni prawa Unii, Handelsgericht Wien postanowił zawiesić postępowanie i skierować do Trybunału następujące pytania prejudycjalne:
- „1) Czy jest zgodna z art. 12, 15, 16, 19 i 42 [drugiej dyrektywy] w obowiązującym brzmieniu norma prawa krajowego, która przewiduje odpowiedzialność spółki akcyjnej wobec nabywcy akcji z tytułu naruszenia obowiązków informacyjnych przewidzianych w prawie rynku kapitałowego zgodnie z następującymi uregulowaniami zawartymi w:
- art. 6 i 25 dyrektywy [w sprawie »prospektu emisyjnego«];
  - art. 7, 17 i 28 dyrektywy [o »przejrzystości informacji o emitentach«];
  - art. 14 dyrektywy [o »nadużyciach na rynku«]?
- 2) Czy przepisy art. 12, 15, 16, w szczególności art. 18 i 19 oraz 42 [drugiej dyrektywy] należy interpretować w ten sposób, że sprzeciwiają się one uregulowaniu krajowemu, które przewiduje, że spółka akcyjna w ramach odpowiedzialności określonej w [pytaniu pierwszym] musi zwrócić nabywcy cenę nabycia akcji i przyjąć z powrotem nabyte akcje?
- 3) Czy przepisy art. 12, 15, 16, 18, 19 oraz 42 [drugiej dyrektywy] należy interpretować w ten sposób, że wspomniana w [pytaniu pierwszym] odpowiedzialność spółki akcyjnej:
- może obejmować również związany majątek spółki {subskrybowany kapitał zakładowy i rezerwy w rozumieniu art. 15 ust. 1 lit. a) [drugiej dyrektywy]} oraz
  - może istnieć również wtedy, jeżeli jej skutkiem może być upadłość spółki?
- 4) Czy przepisy art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101 [...] należy interpretować w ten sposób, że sprzeciwiają się one uregulowaniu krajowemu, które przewiduje unieważnienie z mocą wsteczną nabycia udziałów, w związku z czym w razie unieważnienia umowy zakupu akcji należy przyjąć, że ma ono skutek ex nunc (zob. wyrok Trybunału z dnia 15 kwietnia 2010 r. w sprawie C-215/08 E. Friz, Zb.Orz. s. I-2947)?
- 5) Czy przepisy art. 12, 15, 16, 18, 19 i 42 [drugiej dyrektywy] w obowiązującym brzmieniu oraz art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101 [...] należy interpretować w ten sposób, że odpowiedzialność jest ograniczona do wartości akcji – a więc w przypadku spółki notowanej na giełdzie do kursu giełdowego akcji – którą mają one w momencie wystąpienia z roszczeniem, w związku z czym akcjonariusz może w danym przypadku otrzymać mniejszą kwotę niż zapłacona pierwotnie cena jego akcji?”.



## W przedmiocie pytań prejudycjalnych

### *W przedmiocie pytań pierwszego i drugiego*

- 22 W swych pytaniach pierwszym i drugim, które należy rozważyć łącznie, sąd odsyłający dąży w istocie do ustalenia, czy art. 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy należy interpretować w ten sposób, że sprzeciwiają się obowiązywaniu przepisów krajowych, które w ramach transpozycji dyrektywy w sprawie „prospektu emisyjnego”, dyrektyw o „przejrzystości informacji o emitentach” i o „nadużyciach na rynku”, po pierwsze, przewidują odpowiedzialność spółki akcyjnej, będącej emitentem, wobec nabywcy akcji z tytułu naruszenia obowiązków w zakresie ujawniania informacji przewidzianych w tych dyrektywach, oraz po drugie, nakładają z uwagi na tę odpowiedzialność obowiązek dokonania przez zainteresowaną spółkę zwrotu na rzecz nabywcy kwoty odpowiadającej cenie nabycia akcji i przyjęcia z powrotem tych akcji.
- 23 Przepisy drugiej dyrektywy, do której odnoszą się dwa wskazane powyżej pytania, mają w istocie na celu zapewnienie utrzymania kapitału spółek akcyjnych oraz równego traktowania akcjonariuszy.
- 24 Jeśli chodzi o cel w postaci utrzymania kapitału, motyw drugi drugiej dyrektywy stanowi, że dla zapewnienia równoważnej ochrony minimalnej, zarówno dla akcjonariuszy, jak i dla wierzycieli tych spółek, koordynacja przepisów prawa krajowego dotyczących utworzenia, jak również utrzymania, podwyższenia i obniżenia ich kapitału jest szczególnie istotna. Motyw czwarty tej dyrektywy przewiduje natomiast, że dyrektywa ta dąży do utrzymania kapitału, stanowiącego zabezpieczenie wierzycieli, w szczególności poprzez wprowadzenie zakazu jego obniżania przez dokonywanie nienależnych wypłat na rzecz akcjonariuszy oraz przez ograniczanie prawa nabywania własnych akcji przez spółkę. To ostatnie ograniczenie jest uzasadnione w szczególności koniecznością zapewnienia ochrony akcjonariuszy i wierzycieli przed zachowaniami rynkowymi, które mogą zmniejszyć kapitał spółki lub sztucznie podwyższyć cenę akcji spółki.
- 25 W tym celu druga dyrektywa przewiduje zasadniczo obowiązek wniesienia wkładu przez akcjonariuszy (art. 12), zakaz dokonania zwrotu tego wkładu przez spółkę (art. 15), obowiązek zwrotu przez akcjonariuszy wypłat dokonanych z naruszeniem art. 15 wskazanej dyrektywy (art. 16), zakaz obejmowania akcji spółki przez nią samą (art. 18), a także przesłanki, na jakich może być przyznane odstępstwo od tego zakazu (art. 19).
- 26 Co się tyczy ponadto celu w postaci równego traktowania akcjonariuszy, art. 42 drugiej dyrektywy stanowi, że w celu jej stosowania państwa członkowskie zagwarantują w swych przepisach równe traktowanie akcjonariuszy znajdujących się w takiej samej sytuacji.
- 27 Zarówno z treści, jak i z celu przepisów wymienionych w dwóch poprzednich punktach wynika, że mają one regulować jedynie stosunki prawne pomiędzy spółką i jej akcjonariuszami, które wynikają wyłącznie z umowy spółki i dotyczą jedynie wewnętrznych stosunków danej spółki.
- 28 Wynika stąd, jak twierdzą A. Hirman, rządy austriacki i portugalski oraz Komisja Europejska, że omawiane przepisy drugiej dyrektywy nie sprzeciwiają się przepisom krajowym, które ustanawiają zasadę odpowiedzialności spółki emitującej z uwagi na ujawnienie nieprawdziwych informacji z naruszeniem prawa rynków kapitałowych i które przewidują, że z tytułu tej odpowiedzialności spółka ta jest zobowiązana zwrócić nabywcy kwotę odpowiadającą cenie nabycia akcji i przyjęcia z powrotem nabyte akcje.
- 29 W takim przypadku odpowiedzialność danej spółki wobec inwestorów, którzy są również jej akcjonariuszami, z uwagi na naruszenia popełnione przez tę spółkę przed nabyciem lub w chwili nabycia jej akcji nie wynika z umowy spółki ani nie dotyczy jedynie wewnętrznych stosunków rzeczonoj spółki. W takiej sytuacji chodzi o odpowiedzialność wynikającą z umowy nabycia akcji.

- 30 Ponadto co się tyczy zasady, zgodnie z którą akcjonariusze mają być traktowani w taki sam sposób, wyrażonej w art. 42 drugiej dyrektywy, należy zauważyć, że akcjonariusze, którzy ponieśli szkodę z uwagi na zawinione działanie spółki przed nabyciem lub w chwili nabycia jej akcji, nie znajdują się w sytuacji identycznej jak akcjonariusze tej samej spółki, których sytuacja prawna nie uległa zmianie w wyniku tego zawinionego działania.
- 31 To właśnie stanowi powód, dla którego art. 20 ust. 1 lit. d) drugiej dyrektywy umożliwia spółce nabycie jej własnych akcji w wykonaniu w szczególności obowiązku ustawowego. Takie nabycie nie może być uznane za mające na celu obniżenie kapitału spółki lub sztuczny wzrost kursu jej akcji.
- 32 W tej sytuacji zapłata dokonana przez spółkę akcjonariuszowi z uwagi na naruszenia popełnione przez nią przed nabyciem lub w chwili nabycia jej akcji nie stanowi wypłaty kapitału w rozumieniu art. 15 drugiej dyrektywy i w rezultacie zapłata taka nie powinna być uzależniona od przesłanek określonych w tym artykule.
- 33 Nie można zatem uwzględnić podniesionego przez Immofinanz na rozprawie argumentu, zgodnie z którym wskazany artykuł drugiej dyrektywy sprzeciwia się powództwu o ustalenie odpowiedzialności cywilnej wniesionemu przez inwestora przeciwko spółce, która wprowadziła go błąd z uwagi na ujawnienie wprowadzających w błąd informacji.
- 34 Ponadto fakt, że spółka odzyskuje akcje inwestora, który nabył je na podstawie błędnych informacji, ujawnionych przez tę spółkę, nie może być objęty zakresem stosowania art. 18 drugiej dyrektywy. Takie nabycie przez spółkę jej własnych akcji wynika z obowiązku ustawowego, zgodnie z którym spółka ta jest zobowiązana do wypłacenia odszkodowania inwestorowi, który poniósł szkodę, a taki obowiązek nie ma żadnego związku z ratio legis tego artykułu.
- 35 Ponadto z postanowienia odsyłającego, a w szczególności z treści pytań prejudycjalnych wynika, że przepisy krajowe będące przedmiotem postępowania głównego dokonują transpozycji w krajowym porządku prawnym w szczególności art. 6 i 25 dyrektywy w sprawie „prospektu emisyjnego”, art. 7, 17 i 28 dyrektywy o „przejrzystości informacji o emitentach” oraz art. 14 dyrektywy o „nadużyciach na rynku”.
- 36 Artykuł 6 ust. 1 dyrektywy w sprawie „prospektu emisyjnego” przewiduje w szczególności, iż państwa członkowskie zapewniają, że odpowiedzialność za informacje podane w prospekcie emisyjnym ponosi przynajmniej emitent.
- 37 Ponadto art. 7 dyrektywy o „przejrzystości informacji o emitentach” stanowi, że państwa członkowskie zapewniają, aby odpowiedzialność za sporządzanie i podawanie informacji do publicznej wiadomości zgodnie z tą dyrektywą ponosił co najmniej emitent. Zgodnie z art. 17 ust. 1 tej dyrektywy rzeczony emitent zapewnia równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy posiadających ten sam status.
- 38 Należy stwierdzić, że przepis krajowy przewidujący odpowiedzialność spółki akcyjnej będącej emitentem papierów wartościowych wobec inwestora w przypadku niedopełnienia obowiązków w zakresie ujawniania informacji, które ciążą na tej spółce, spełnia wymogi wyrażone w art. 6 ust. 1 dyrektywy w sprawie „prospektu emisyjnego” i art. 7 dyrektywy o „przejrzystości informacji o emitentach”, bez naruszenia zasady równego traktowania ustanowionej w art. 17 ust. 1 tej ostatniej dyrektywy.
- 39 Ponadto art. 25 ust. 1 dyrektywy w sprawie „prospektu emisyjnego”, art. 28 ust. 1 dyrektywy o „przejrzystości informacji o emitentach” i art. 14 ust. 1 dyrektywy o „nadużyciach na rynku”, które mają podobną treść, stanowią w szczególności, że bez uszczerbku dla prawa państw członkowskich do nakładania sankcji karnych państwa członkowskie zapewniają zgodnie ze swoim prawem krajowym możliwość zastosowania odpowiednich środków administracyjnych lub też nałożenia sankcji

administracyjnych na osoby odpowiedzialne, w przypadku gdy przepisy przyjęte zgodnie z tymi dyrektywami nie są przestrzegane. Środki te mają być przy tym efektywne, proporcjonalne i odstraszające.

- 40 Wprawdzie – w przeciwieństwie do art. 25 ust. 1 dyrektywy w sprawie „prospektu emisyjnego” – art. 28 ust. 1 dyrektywy o „przejrzystości informacji o emitentach” i art. 14 ust. 1 dyrektywy o „nadużyciach na rynku” nie odwołują się wyraźnie do reżimu odpowiedzialności cywilnej państw członkowskich, jednak Trybunał orzekł już, że jeśli chodzi o przyznanie odszkodowania i ewentualną możliwość przyznania odszkodowania o charakterze sankcji, w braku przepisów prawa Unii w tej dziedzinie do wewnętrznego porządku prawnego każdego państwa członkowskiego należy ustalenie kryteriów pozwalających określić zakres odszkodowania, przy czym przestrzegane muszą być zasady równowagi i skuteczności (zob. analogicznie wyroki: z dnia 13 lipca 2006 r. w sprawach połączonych od C-295/04 do 298/04 Manfredi i in., Zb.Orz. s. I-6619, pkt 92; a także z dnia 6 czerwca 2013 r. w sprawie C-536/11 Donau Chemie i in., pkt 25–27).
- 41 Z powyższego wynika, że z zastrzeżeniem poszanowania prawa Unii państwom członkowskim przysługuje szeroki zakres uznania przy wyborze sankcji stosowanych z uwagi na naruszenie przez emitujące spółki obowiązków wynikających ze wskazanych dyrektyw.
- 42 Wynika stąd również, że jeśli emitent akcji ponosi odpowiedzialność, wybór środków z zakresu prawa cywilnego należy do państw członkowskich.
- 43 W niniejszym przypadku reżim odpowiedzialności cywilnej przewidziany w przepisach krajowych będących przedmiotem postępowania głównego stanowi odpowiedni sposób naprawienia szkody poniesionej przez inwestora oraz właściwą reakcję na naruszenie obowiązku w zakresie ujawniania informacji, który to obowiązek ciąży na tym emitencie. Ponadto reżim ten może zniechęcać emitentów do wprowadzania inwestorów w błąd.
- 44 Ustanowienia takiego reżimu odpowiedzialności wpisuje się zatem w ramy przyznanego państwom członkowskim zakresu swobodnego uznania i nie jest sprzeczne z prawem Unii.
- 45 Na pytania pierwsze i drugie należy zatem odpowiedzieć, że art. 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy należy interpretować w ten sposób, że nie sprzeciwiają się obowiązywaniu przepisów krajowych, które w ramach transpozycji dyrektywy w sprawie „prospektu emisyjnego”, dyrektywy o „przejrzystości informacji o emitentach” i o „nadużyciach na rynku”, po pierwsze, przewidują odpowiedzialność spółki akcyjnej, będącej emitentem, wobec nabywcy akcji tej spółki z tytułu naruszenia obowiązków w zakresie ujawniania informacji przewidzianych w tych dyrektywach, oraz po drugie, nakładają z uwagi na tę odpowiedzialność obowiązek dokonania przez zainteresowaną spółkę zwrotu na rzecz nabywcy kwoty odpowiadającej cenie nabycia akcji i przyjęcia z powrotem tych akcji.

*W przedmiocie pytania trzeciego*

- 46 W swym pytaniu trzecim sąd odsyłający dąży do ustalenia, czy art. 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy należy interpretować w ten sposób, że sprzeciwiają się przepisom krajowym, które przewidują, iż obowiązek dokonania przez emitującą spółkę zwrotu na rzecz nabywcy kwoty odpowiadającej cenie nabycia akcji i przyjęcia z powrotem nabytych akcji może obejmować również związany majątek spółki (subskrybowany kapitał zakładowy i rezerwy) oraz może prowadzić do upadłości spółki.

47 Jak zauważyła rzecznik generalna w pkt 84 opinii, pytanie to jest jedynie hipotetyczne, gdyż sąd odsyłający w swym wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym nie wyjaśnił powodu, dla którego odpowiedź na rzezone pytanie mogłaby być mu pomocna przy rozstrzygnięciu sporu będącego przedmiotem postępowania głównego, i ograniczył się do powołania się w sposób ogólnikowy na ryzyko ewentualnej upadłości emitującej spółki.

48 W tych okolicznościach nie jest konieczne udzielenie odpowiedzi na pytanie trzecie.

*W przedmiocie pytania czwartego*

49 W swym pytaniu czwartym sąd odsyłający dąży w istocie do ustalenia, czy art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101 należy interpretować w ten sposób, że sprzeciwiają się obowiązywaniu przepisów krajowych, które w okolicznościach takich jak będące przedmiotem postępowania głównego przewidują stwierdzenie nieważności z mocą wsteczną umowy nabycia akcji.

50 Artykuł 12 akapit pierwszy lit. a) i b) dyrektywy 2009/101 wymienia w sposób wyczerpujący przesłanki, po spełnieniu których nieważność umowy spółki może zostać stwierdzona orzeczeniem sądowym. Akapit drugi tego przepisu stanowi, że poza przypadkami nieważności, o których mowa w akapicie pierwszym, w przypadku spółki nie można powoływać się na żadną podstawę nieistnienia, nieważności bezwzględnej, względnej lub unieważnienia.

51 Jeśli chodzi o art. 13 wskazanej dyrektywy, określa on w szczególności konsekwencje takiego stwierdzenia nieważności.

52 Należy przypomnieć, że przepisy krajowe będące przedmiotem postępowania głównego ustanawiają zasadę odpowiedzialności spółki emitującej z uwagi na ujawnienie nieprawdziwych informacji z naruszeniem prawa rynków kapitałowych i przewidują, że z tytułu tej odpowiedzialności spółka ta jest zobowiązana zwrócić nabywcy kwotę odpowiadającą cenie nabycia akcji i przyjąć z powrotem takie akcje.

53 Takie przepisy mają w szczególności gwarantować, że sytuacja osoby, która poniosła szkodę, zostanie przywrócona do stanu, w jakim osoba ta znajdowała się przed wystąpieniem aktu, który spowodował, że poniosła ona szkodę, wymagając, po pierwsze, dokonania zwrotu nabywcy kwoty odpowiadającej cenie zapłaconej za nabyte akcje, wraz z odsetkami, oraz po drugie, aby akcje te zostały utrzymane w kapitale danej spółki tak jak pozostałe akcje.

54 Wynika stąd, że reżim odpowiedzialności znajdujący zastosowanie do spółek z uwagi na naruszenie niektórych przepisów prawa rynków kapitałowych nie ma żadnego związku z postępowaniami w sprawie stwierdzenia nieważności umowy spółki, których dotyczą art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101.

55 W rezultacie, ponieważ stwierdzenie nieważności z mocą wsteczną umowy nabycia akcji będące przedmiotem postępowania głównego nie może prowadzić do unieważnienia umowy spółki, art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101 nie mają znaczenia w kontekście czwartego pytania przedłożonego przez sąd odsyłający.

56 Sąd odsyłający zastanawia się w szczególności nad kwestią ewentualnego zastosowania w niniejszym przypadku orzecznictwa wynikającego z ww. wyroku w sprawie E. Friz.

57 W wyroku tym Trybunał miał rozstrzygnąć kwestię zgodności z dyrektywą Rady 85/577/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie ochrony konsumentów w odniesieniu do umów zawartych poza lokalem przedsiębiorstwa (Dz.U. L 372, s. 31), przepisów krajowych, które przypisywały wyłącznie skutki ex nunc odwołaniu przez konsumenta oświadczenia o przystąpieniu do funduszu rynku nieruchomości w formie spółki osobowej.

- 58 Trybunał, przypominawszy w pkt 44 ww. wyroku w sprawie E. Friz, że ochrona konsumenta zagwarantowana dyrektywą 85/577 nie jest bezwzględna, orzekł w pkt 50 tego wyroku, że dyrektywa ta nie stoi na przeszkodzie, aby orzeczenie o rozwiązaniu umowy wywołało skutki *ex nunc*.
- 59 W tym względzie należy zauważyć, że okoliczności faktyczne będące u podstaw sporu, w ramach którego wydany został ww. wyrok w sprawie E. Friz, nie są porównywalne z okolicznościami faktycznymi występującymi w postępowaniu głównym.
- 60 W sprawie zakończonej ww. wyrokiem w sprawie E. Friz podstawą odstąpienia konsumenta od umowy, którą zawarł on w celu przystąpienia do funduszu rynku nieruchomości, nie było zawinione zachowanie drugiej strony umowy, lecz wyłącznie wykonanie prawa przyznanego każdemu konsumentowi w art. 5 ust. 1 dyrektywy 85/577, umożliwiającego konsumentowi odstąpienie od umowy zawartej w trakcie odwiedzin przedsiębiorcy w domu konsumenta.
- 61 W tych okolicznościach Trybunał mógł uznać w pkt 46–48 ww. wyroku w sprawie E. Friz, że dyrektywa 85/577 nie sprzeciwia się obowiązywaniu przepisu krajowego będącego przedmiotem postępowania głównego, w sytuacji gdy ma on zapewnić, zgodnie z ogólnymi zasadami prawa cywilnego, zadowalającą równowagę oraz sprawiedliwe rozłożenie ryzyka między poszczególnymi zainteresowanymi stronami. Ponadto Trybunał orzekł już, że zarówno z ogólnej systematyki, jak i brzmienia wielu przepisów tej dyrektywy wynika, że ochrona konsumentów podlega pewnym ograniczeniom (zob. wyrok z dnia 10 kwietnia 2008 r. w sprawie C-412/06 Hamilton, Zb.Orz. s. I-2383, pkt 39, 40).
- 62 Natomiast w postępowaniu głównym nie ulega wątpliwości, że podstawą stwierdzenia nieważności umowy nabycia akcji są wyłącznie naruszenia popełnione przez emitującą spółkę, które wywołały szkodę po stronie nabywcy. W takim przypadku nie jest uzasadnione posłużenie się, w charakterze instrumentu oceny zgodności przepisów krajowych z prawem Unii, kryterium zadowalającej równowagi oraz sprawiedliwego rozłożenia ryzyka między poszczególnymi zainteresowanymi stronami, które zostało przywołane w ww. wyroku w sprawie E. Friz.
- 63 Na pytanie czwarte należy zatem odpowiedzieć, iż art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101 należy interpretować w ten sposób, że nie sprzeciwiają się obowiązywaniu przepisów krajowych, które w okolicznościach takich jak będące przedmiotem postępowania głównego przewidują stwierdzenie nieważności z mocą wsteczną umowy nabycia akcji.

*W przedmiocie pytania piątego*

- 64 W swym piątym pytaniu sąd odsyłający dąży do ustalenia, czy art. 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy oraz art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101 należy interpretować w ten sposób, że odpowiedzialność ustanowiona w przepisach krajowych będących przedmiotem postępowania głównego jest ograniczona do wartości akcji – obliczonej według kursu giełdowego spółki, w przypadku gdy jest ona notowana na giełdzie – jaką mają one w momencie wystąpienia z roszczeniem.
- 65 Co się tyczy w pierwszej kolejności art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101, wystarczy przypomnieć, że w pkt 54 niniejszego wyroku Trybunał orzekł, iż reżim odpowiedzialności znajdujący zastosowanie do spółek z uwagi na naruszenie niektórych przepisów prawa rynków kapitałowych nie ma żadnego związku z postępowaniami w sprawie stwierdzenia nieważności umowy spółki.
- 66 Wynika stąd, że wskazane artykuły, które dotyczą wyłącznie nieważności umowy spółki, nie mają znaczenia w ramach oceny kwestii dotyczącej zakresu odpowiedzialności takich spółek. Ich wykładnia nie może w żadnym razie potwierdzać stanowiska ImmoFinanzu, zgodnie z którym w postępowaniu

głównym odpowiedzialność spółki powinna być bezwzględnie ograniczona do wartości jej akcji – obliczonej według kursu giełdowego spółki, w przypadku gdy jest ona notowana na giełdzie – jaką mają one w momencie wystąpienia z roszczeniem.

- 67 Co się tyczy w drugiej kolejności art. 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy, należy zauważyć, że ich wykładnia dokonana przez Trybunał w ramach dwóch pierwszych pytań prejudycjalnych pozwoliła stwierdzić w pkt 28 niniejszego wyroku, iż artykuły te nie sprzeciwiają się przepisom krajowym, które ustanawiają zasadę odpowiedzialności spółki emitującej z uwagi na ujawnienie nieprawdziwych informacji z naruszeniem prawa rynków kapitałowych i które przewidują, że z tytułu tej odpowiedzialności spółka ta jest zobowiązana zwrócić nabywcy kwotę odpowiadającą cenie nabycia akcji i przyjąć z powrotem takie akcje.
- 68 Ponadto Trybunał stwierdził w pkt 44 niniejszego wyroku, że ustanowienie takiego reżimu odpowiedzialności cywilnej pozostaje w zakresie swobodnego uznania przyznanego państwu członkowskim w dyrektywie w sprawie „prospektu emisyjnego”, dyrektywach o „przejrzystości informacji o emitentach” oraz o „nadużyciach na rynku” i nie jest sprzeczne z prawem Unii.
- 69 W tej sytuacji należy stwierdzić, że wybór między reżimem odpowiedzialności cywilnej, który przewiduje zwrot na rzecz nabywcy kwoty odpowiadającej cenie zakupu akcji, wraz z odsetkami, a reżimem, który ogranicza tę odpowiedzialność do zapłaty ceny akcji w chwili podniesienia roszczenia o odszkodowanie, należy do kompetencji państw członkowskich.
- 70 Uwzględniając powyższe uwagi, na pytanie piąte należy odpowiedzieć, iż art. 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy oraz art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101 należy interpretować w ten sposób, że odpowiedzialność ustanowiona w przepisach krajowych będących przedmiotem postępowania głównego nie musi być ograniczona do wartości akcji – obliczonej według kursu giełdowego spółki, w przypadku gdy jest ona notowana na giełdzie – jaką mają one w momencie wystąpienia z roszczeniem.

### **W przedmiocie kosztów**

- 71 Dla stron w postępowaniu głównym niniejsze postępowanie ma charakter incydentalny, dotyczy bowiem kwestii podniesionej przed sądem odsyłającym, do niego zatem należy rozstrzygnięcie o kosztach. Koszty poniesione w związku z przedstawieniem uwag Trybunałowi, inne niż koszty stron w postępowaniu głównym, nie podlegają zwrotowi.

Z powyższych względów Trybunał (druga izba) orzeka, co następuje:

- 1) **Artykuły 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy Rady 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. [48 akapit drugi WE], w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału, zmienionej dyrektywą Rady 92/101/EWG z dnia 23 listopada 1992 r., należy interpretować w ten sposób, że nie sprzeciwiają się obowiązywaniu przepisów krajowych, które w ramach transpozycji dyrektyw:**
  - **2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE,**

- 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE,
- oraz 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku)

po pierwsze, przewidują odpowiedzialność spółki akcyjnej, będącej emitentem, wobec nabywcy akcji tej spółki z tytułu naruszenia obowiązków w zakresie ujawniania informacji przewidzianych w tych dyrektywach, oraz po drugie, nakładają z uwagi na tę odpowiedzialność obowiązek dokonania przez zainteresowaną spółkę zwrotu na rzecz nabywcy kwoty odpowiadającej cenie nabycia akcji i przyjęcia z powrotem tych akcji.

- 2) Artykuły 12 i 13 dyrektywy 2009/101/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 września 2009 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. [48 akapit drugi WE], w celu uzyskania ich równoważności, dla zapewnienia ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich, należy interpretować w ten sposób, że nie sprzeciwiają się obowiązywaniu przepisów krajowych, które w okolicznościach takich jak będące przedmiotem postępowania głównego przewidują stwierdzenie nieważności z mocą wsteczną umowy nabycia akcji.
- 3) Artykuły 12, 15, 16, 18, 19 i 42 drugiej dyrektywy 77/91, zmienionej dyrektywą 92/101, oraz art. 12 i 13 dyrektywy 2009/101 należy interpretować w ten sposób, że odpowiedzialność ustanowiona w przepisach krajowych będących przedmiotem postępowania głównego nie musi być ograniczona do wartości akcji – obliczonej według kursu giełdowego spółki, w przypadku gdy jest ona notowana na giełdzie – jaką mają one w momencie wystąpienia z roszczeniem.

Podpisy