



## Zbirka odločb sodne prakse

SODBA SODIŠČA (drugi senat)

z dne 17. septembra 2014\*

„Predhodno odločanje — Podjetniško pravo — Direktiva 2003/71/ES — Člen 3(1) — Obveznost objave prospekta v primeru javne ponudbe vrednostnih papirjev — Prisilna prodaja vrednostnih papirjev“

V zadevi C-441/12,

katere predmet je predlog za sprejetje predhodne odločbe na podlagi člena 267 PDEU, ki ga je vložilo Hoge Raad der Nederlanden (Nizozemska) z odločbo z dne 28. septembra 2012, ki je prispela na Sodišče 3. oktobra 2012, v postopku

**Almer Beheer BV,**

**Daedalus Holding BV**

proti

**Van den Dungen Vastgoed BV,**

**Oosterhout II BVBA,**

SODIŠČE (drugi senat),

v sestavi R. Silva de Lapuerta, predsednica senata, J. L. da Cruz Vilaça (poročevalec), G. Arestis, J.-C. Bonichot in A. Arabadžiev, sodniki,

generalna pravobranilka: E. Sharpston,

sodna tajnica: M. Ferreira, glavna administratorica,

na podlagi pisnega postopka in obravnave z dne 18. septembra 2013,

ob upoštevanju stališč, ki so jih predložili:

- za nizozemsko vlado M. de Ree in C. Wissels, agentki,
- za češko vlado M. Smolek, agent,
- za nemško vlado T. Henze, J. Möller in J. Kemper, agenti,
- za poljsko vlado B. Majczyna in M. Szpunar, agenta,
- za portugalsko vlado L. Inez Fernandes, D. Tavares in A. Cunha, agenti,

\* Jezik postopka: nizozemščina.

— za Evropsko komisijo A. Nijenhuis in R. Vasileva, agenta,

po predstavitvi sklepnih predlogov generalne pravobranilke na obravnavi 19. junija 2014

izreka naslednjo

### Sodbo

- 1 Predlog za sprejetje predhodne odločbe se nanaša na razlago členov 1(2)(h) in 3(1) Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 6, str. 356), kakor je bila spremenjena z Direktivo 2008/11/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 11. marca 2008 (UL L 76, str. 37, v nadaljevanju: Direktiva o prospektu).
- 2 Ta predlog je bil vložen v okviru spora med družbama Almer Beheer BV in Daedalus Holding BV (v nadaljevanju: Almer Beheer in Daedalus Holding) na eni strani in družbama Van den Dungen Vastgoed BV in Oosterhout II BVBA (v nadaljevanju: Van den Dungen in Oosterhout) na drugi strani v zvezi z zahtevo družb Almer Beheer in Daedalus Holding, da bi za prisilno prodajo vrednostnih papirjev, katerih imetnici sta, veljala obveznost objave prospekta.

### Pravni okvir

#### *Pravo Unije*

- 3 V uvodnih izjavah 10, 18 in 19 Direktive o prospektu je navedeno:
  - „(10) Cilj te direktive in njenih izvedbenih ukrepov je zagotoviti varstvo vlagateljev in tržno učinkovitost v skladu z visokimi pravnimi standardi, sprejetimi v ustreznih mednarodnih institucijah.

[...]

  - (18) Posredovanje celovitih informacij v zvezi z vrednostnimi papirji in izdajatelji teh vrednostnih papirjev skupaj s pravili o vodenju poslov spodbuja varstvo vlagateljev. Poleg tega take informacije zagotavljajo učinkovito sredstvo povečevanja zaupanja v vrednostne papirje in tako prispevajo k pravilnemu delovanju in razvoju trgov vrednostnih papirjev. Ustrezen način dajanja teh informacij na voljo je objava prospekta.
  - (19) Naložba v vrednostne papirje tako kot vsaka oblika naložbe, vključuje tveganje. V vseh državah članicah so potrebni zaščitni ukrepi za varstvo interesov dejanskih in potencialnih vlagateljev, da lahko taka tveganja ocenijo na podlagi prejetih informacij in tako sprejemajo odločitve o naložbah ob celovitem poznavanju dejstev.“
- 4 Člen 1(1) in (2) te direktive določa:
  - „1. Namen te direktive je uskladiti zahteve za pripravo,odobritev in razdelitev prospekta, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu, ki je ali deluje v državi članici.

2. Ta direktiva se ne uporablja za:

[...]

(h) vrednostne papirje, vključene v ponudbo, kadar je celotna vrednost ponudbe nižja od 2 500 000 EUR, katere omejitev se izračuna za obdobje 12 mesecev;

[...]“

5 Člen 2(1)(d) navedene direktive določa:

„Za namene te direktive se uporabljajo naslednje opredelitve:

[...]

d) ‚javna ponudba vrednostnih papirjev‘ pomeni sporočilo osebam v katerikoli obliki in s katerimi koli sredstvi, ki daje dovolj informacij o pogojih ponudbe in vrednostnih papirjih, ki se ponujajo, da se vlagatelj lahko odloči za nakup ali vpis teh vrednostnih papirjev [...];

[...]“

6 Člen 3(1) te direktive določa:

„Države članice na svojih ozemljih ne dovolijo nobene javne ponudbe vrednostnih papirjev brez predhodne objave prospekta.“

7 Člen 5(1) Direktive o prospektu določa:

„Brez poseganja v člen 8(2) prospekt vsebuje vse informacije, ki so glede na posebno naravo izdajatelja in vrednostnih papirjev, ki se ponudijo javnosti ali sprejmejo v trgovanje na organiziranem trgu, potrebne, da vlagatelji lahko na podlagi prejetih informacij ocenijo aktivo in pasivo, finančni položaj, poslovni izid ter pričakovanja izdajatelja in katerega koli garanta in pravic, ki izhajajo iz takih vrednostnih papirjev. Te informacije morajo biti predstavljene v obliki, ki omogoča hitro analizo in je razumljiva.“

8 Člen 13(1) te direktive določa:

„Prospekt ne sme biti objavljen, dokler ga ne odobri pristojni organ matične države članice.“

9 Direktiva o prospektu je bila spremenjena z Direktivo 2010/73/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 (UL L 327, str. 1), ki je začela veljati 31. decembra 2010. Glede na čas nastanka dejanskega stanja, ki se obravnava v postopku v glavni stvari, je treba ugotoviti, da se Direktiva o prospektu še naprej *ratione temporis* uporablja za to dejansko stanje.

*Nizozemsko pravo*

10 Direktiva o prospektu je bila v nizozemsko pravo prenesena z zakonom z dne 28. septembra 2006 o finančnem nadzoru (Wet op het financieel toezicht, v nadaljevanju: zakon Wft).

11 Člen 5:2 zakona Wft določa:

„Na Nizozemskem je prepovedano javno ponujati vrednostne papirje ali jih sprejeti v trgovanje na organiziranem trgu, ki je ali deluje na nizozemskem ozemlju, razen če se objavi prospekt o ponudbi ali sprejemu, ki ga je potrdil organ, pristojen za finančne trge, ali nadzorni organ druge države članice.“

### **Spor o glavni stvari in vprašanja za predhodno odločanje**

- 12 Družbi Almer Beheer in Daedalus Holding ter družbi Van den Dungen in Oosterhout so 16. julija 2003 sklenile sporazum, po katerem naj bi svoje delnice, ki jih imajo v drugih družbah, proti plačilu prodajne cene prenesle na Global Hail Group BV (v nadaljevanju: skupina Hail).
- 13 Na podlagi tega sporazuma je bila ustanovljena družba Stichting Administratiekantoor Global Hail (v nadaljevanju: STAK), v katero so bile prenesene vse delnice skupine Hail.
- 14 Družbi Almer Beheer in Daedalus Holding sta imetnici certifikatov, vezanih na delnice skupine Hail, ki jih je izdala družba STAK.
- 15 Zaradi nesoglasij med podpisnicami sporazuma pri njegovem izvajanju je Gerechtshof 's-Hertogenbosch (pritožbeno sodišče 's-Hertogenbosch) s sodbo z dne 30. novembra 2010 družbama Almer Beheer in Daedalus Holding naložilo, da družbama Van den Dungen in Oosterhout plačata 500.000 EUR. Ta znesek je bil plačan kot predplačilo prodajne cene delnic štirih družb, ki so bile prenesene na skupino Hail.
- 16 Družbi Van den Dungen in Oosterhout sta za zagotovitev tega plačila 11. decembra 2009 dosegli zaseg certifikatov družb Almer Beheer in Daedalus Holding, vezanih na delnice, ter pri Rechtbank Breda (sodišče v Bredi) zahtevali, da odredi prodajo in prenos zaseženih certifikatov, vezanih na delnice, ter določi rok, način in pogoje te prodaje.
- 17 Navedeno sodišče je 27. decembra 2010 odločilo, da se morata prodaja in prenos navedenih certifikatov, vezanih na delnice, opraviti v šestih mesecih in po sodnem izvršitelju, ki ga morata postaviti družbi Van den Dungen in Oosterhout, in sicer na javni dražbi, ki se objavi v dveh nacionalnih dnevnikih. Certifikati, vezani na delnice, se morajo prodati najboljšemu ponudniku, sodni izvršitelj pa mora paziti, da se pri prodaji proda le toliko certifikatov, vezanih na delnice, kolikor je potrebno, da se poplača znesek 500.000 EUR, skupaj s stroški postopka, zasega in izterjave.
- 18 Rechtbank Breda je še odločilo, da za zadevno prodajo certifikatov, vezanih na delnice, ne velja obveznost priprave prospekta, določena v členu 5:2 Wft, saj cilj zakona Wft ni zavarovati osebe, ki svobodno sprejmejo tveganja pri prisilni prodaji, da bi ustvarile dobiček, ampak zgolj zavarovati vlagatelje in varčevalce pred goljufivimi ponodbami, nezadostnimi informacijami in nestrokovnostjo trgovalcev.
- 19 Gerechtshof's-Hertogenbosch, ki je obravnavalo pritožbo družb Almer Beheer in Daedalus Holding zoper to odločbo, je s sodbo z dne 5. aprila 2011 navedeno odločbo potrdilo.
- 20 Družbi Almer Beheer in Daedalus Holding sta to sodbo izpodbijali s kasacijsko pritožbo pri Hoge Raad der Nederlanden (vrhovno sodišče Nizozemske).
- 21 Predložitveno sodišče najprej poudarja, da je pri tem glavno vprašanje, ali obveznost objave prospekta velja tudi za prisilno prodajo certifikatov, vezanih na delnice, ki je predmet zadeve, o kateri odloča.

- 22 Predložitveno sodišče v zvezi s tem navaja, da pri sprejetju Direktive o prospektu ni bil obravnavan poseben položaj prisilne prodaje vrednostnih papirjev. Za tako prodajo naj bi bilo značilno, da ne gre za običajen položaj na trgu. Blaga v tem primeru ne prodaja ne lastnik ne pravni imetnik, ampak upnik, pogosto s posredovanjem sodnega izvršitelja. Po navedbah navedenega sodišča v takih okoliščinah prodajalec na splošno ne odgovarja za tveganja in pomanjkljivosti prodanega blaga, za katere ne ve, in kupec sprejme, da ima to blago lahko take pomanjkljivosti, kar praviloma pripelje do precej nižjega izkupička za blago kot pri običajni prodaji. Poleg tega bi sprejetje obveznosti objave prospekta v primeru prisilne prodaje vrednostnih papirjev lahko povzročilo velike praktične zaplete zlasti glede priprave in stroškov prospekta.
- 23 V teh okoliščinah je Hoge Raad der Nederlanden prekinilo odločanje in Sodišču v predhodno odločanje predložilo ta vprašanja:
- „1. Ali je treba člen 3(1) Direktive o prospektu razlagati tako, da obveznost priprave prospekta, določena v tej direktivi, načeloma (torej ne glede na oprostitev in izjeme, ki jih direktiva določa za nekatere primere) velja tudi za prisilne prodaje vrednostnih papirjev?
2. a) Če je odgovor na prvo vprašanje pritrdilen, ali je pojem ‚skupna vrednost ponudbe‘ v smislu člena 1(2)(h) Direktive o prospektu v tem primeru treba razlagati tako, da se pri prisilnih prodajah vrednostnih papirjev za osnovo vzame izkupiček, ki ga je treba razumno pričakovati ob upoštevanju posebnih značilnosti prisilne prodaje, čeprav je izkupiček, ki ga je treba razumno pričakovati, znatno nižji od vrednosti v gospodarskem prometu?
- b) Če je odgovor na prvo vprašanje pritrdilen, na drugo vprašanje, točka (a), pa nikalen, kako je treba v tem primeru, zlasti pri prisilnih prodajah vrednostnih papirjev, razlagati ‚skupno vrednost ponudbe‘ v smislu člena 1(2)(h) Direktive o prospektu?“

### **Vprašanja za predhodno odločanje**

#### *Prvo vprašanje*

- 24 Predložitveno sodišče s prvim vprašanjem v bistvu sprašuje, ali je treba člen 3(1) Direktive o prospektu razlagati tako, da obveznost objave prospekta pred vsako javno ponudbo vrednostnih papirjev velja tudi za prisilno prodajo vrednostnih papirjev.
- 25 V skladu s členom 3(1) Direktive o prospektu države članice na svojih ozemljih ne dovolijo nobene javne ponudbe vrednostnih papirjev brez predhodne objave prospekta.
- 26 Na podlagi člena 2(1)(d) navedene direktive javna ponudba vrednostnih papirjev pomeni sporočilo osebam v kateri koli obliki in s katerimi koli sredstvi, ki daje dovolj informacij o pogojih ponudbe in vrednostnih papirjih, ki se ponujajo, da se vlagatelj lahko odloči za nakup teh vrednostnih papirjev.
- 27 Iz predložitvene odločbe je razvidno, da je zadevna prisilna prodaja pod pogoji, ki jih je določilo Rechtbank Breda, javna prodaja s posredovanjem sodnega izvršitelja po objavi oglasa v dveh nacionalnih dnevnikih, v okviru katere kandidati pisno navedejo svojo ponudbo in se vrednostni papirji prodajo najboljšemu ponudniku.
- 28 Glede na široko opredelitev pojma „javna ponudba vrednostnih papirjev“ v členu 2(1)(d) Direktive o prospektu ni mogoče takoj izključiti, da bi prisilna prodaja, kot je ta, ki se obravnava v postopku v glavni stvari, lahko spadala pod ta pojem.

- 29 Vendar je treba poudariti, da v Direktivi o prospektu nikjer ni navedena prisilna prodaja vrednostnih papirjev, zlasti ne v določbah o izključitvi nekaterih položajev s področja uporabe te direktive, kot je člen 1(2) te direktive, ali v določbah o odstopanjih od obveznosti objave prospekta, kot sta člena 3(2) ter 4(1) in (2) navedene direktive.
- 30 V teh okoliščinah je treba proučiti, ali cilji Direktive o prospektu zahtevajo, da pravila iz te direktive veljajo tudi za prisilno prodajo vrednostnih papirjev.
- 31 Iz uvodnih izjav 10, 18 in 19 te direktive je razvidno, da je njen cilj „zagotoviti varstvo vlagateljev in tržno učinkovitost“, da celovite informacije v zvezi z vrednostnimi papirji pomenijo „učinkovito sredstvo povečevanja zaupanja [javnosti v te vrednostne papirje] in prispevajo k pravilnemu delovanju in razvoju trgov vrednostnih papirjev“ ter da so „v vseh državah članicah [...] potrebni zaščitni ukrepi za varstvo interesov dejanskih in potencialnih vlagateljev, da lahko taka tveganja[, ki jih prinašajo vlaganja v vrednostne papirje,] ocenijo na podlagi prejetih informacij in tako sprejemajo odločitve o naložbah ob celovitem poznavanju dejstev“.
- 32 Na podlagi člena 1(1) navedene direktive je njen cilj tudi uskladiti zahteve za pripravo, odobritev in razdelitev prospekta, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu, ki je ali ki deluje v državi članici.
- 33 Iz tega sledi, da so varstvo vlagateljev ter pravilno delovanje in razvoj trgov temeljni cilji Direktive o prospektu. Namreč, ob upoštevanju teh ciljev je namen objave prospekta po eni strani omogočiti vlagateljem, da ocenijo tveganja, povezana z javno ponudbo vrednostnih papirjev in sprejemom vrednostnih papirjev v trgovanje, kar jim omogoči odločanje ob poznavanju dejstev, ter po drugi strani zagotoviti, da pravilnega delovanja zadevnih trgov ne bi ovirale nepravilnosti.
- 34 Treba pa je ugotoviti, da se narava korakov, s katerimi se sprejme odločitev o prodaji vrednostnih papirjev v okviru postopka prisilne izvršitve, očitno razlikuje od narave tistih, na katere se nanaša Direktiva o prospektu.
- 35 Namreč, kot je poudarila generalna pravobranilka v točki 61 sklepnih predlogov, se prisilne prodaje vrednostnih papirjev zelo razlikujejo od običajne situacije trgovanja z vrednostnimi papirji, bodisi na organiziranem trgu bodisi v kakih drugačnih okoliščinah. Teh vrednostnih papirjev v okviru prisilne prodaje ne prodaja izdajatelj ali imetnik, pač pa so bili zaseženi in se prodajajo na pobudo tretje stranke in po nalogu pravosodnega organa zadevne države članice zgolj zaradi poplačila dolga.
- 36 Zato cilj prisilne prodaje ni sodelovanje pri gospodarski dejavnosti na trgu vrednostnih papirjev, ampak zgolj izpolnitev pravic upnika, ki je predlagal izvršbo.
- 37 Poleg tega se posebni značaj prisilne prodaje – v primerjavi z značilnostmi klasične prodaje vrednostnih papirjev, katere namen je zbrati kapital za prihodnje naložbe podjetja, ki izda navedene vrednostne papirje – odraža tudi v ravni varovanja vlagateljev.
- 38 Objava prospekta pred javno ponudbo vrednostnih papirjev ima namreč odločilno vlogo pri varovanju vlagateljev, saj ta dokument zadnjim zagotavlja natančne in celovite informacije o izdajatelju, na podlagi katerih lahko načeloma ocenijo tveganost posla.
- 39 V primeru prisilne prodaje pa so morebitni kupci obveščeni, da gre za prodajo, katere edini cilj je poplačati dolg imetnika zadevnih vrednostnih papirjev, in da prodaja poteka v okviru sodnega postopka. To hkrati pomeni, da oseba, ki izvaja transakcije v zvezi s prodajo teh vrednostnih papirjev, ni njihov imetnik.
- 40 Poleg tega bi obveznost objave prospekta pred prisilno prodajo vrednostnih papirjev lahko ogrozila cilje izvršilnega postopka, med drugim cilj, da je upnik hitro in učinkovito poplačan.

- 41 Z izpolnitvijo take obveznosti bi se namreč ne le odložila prisilna prodaja in s tem poplačilo upnika, ampak bi nastali tudi stroški, povezani s pripravo prospekta, ki bi jih bilo treba odšteti od izkupička te prodaje, kar bi lahko omejilo možnosti upnika, da bo poplačan.
- 42 Nazadnje, obveznost objave prospekta bi lahko povzročila velike praktične težave.
- 43 Namreč, glede na to, da tisti, ki vrednostne papirje prodaja v okviru prisilne prodaje, ni imetnik teh vrednostnih papirjev, se v primeru obveznosti objave prospekta postavljata vprašanji, kdo je dolžen pripraviti prospekt in kdo je v skladu s členom 6(1) Direktive o prospektu odgovoren za informacije, navedene v tem dokumentu.
- 44 Glede na naravo informacij, ki morajo biti v prospektu navedene in ki naj bi vlagateljem v skladu s členom 5(1) te direktive omogočale, da na podlagi prejetih informacij ocenijo zlasti aktivo in pasivo, finančni položaj ter poslovni izid družbe izdajateljice, priprava takega dokumenta v vsakem primeru zahteva sodelovanje upravnih organov te družbe. Vendar ni izključeno, da se v okviru prisilne prodaje vrednostnih papirjev, ki jih je družba izdala, lahko zgodi, da družba noče konstruktivno sodelovati, kar povzroči težave pri izvedbi navedene prodaje.
- 45 Iz tega izhaja, da prodaja vrednostnih papirjev v okviru postopka prisilne izvršitve ne spada med cilje Direktive o prospektu in zato ne spada na njeno področje uporabe.
- 46 Te ugotovitve ne omaja trditev Evropske komisije, da bi sistematična izključitev prisilne prodaje vrednostnih papirjev s področja uporabe Direktive o prospektu povzročila neenako obravnavanje v primerjavi s prostovoljno prodajo teh vrednostnih papirjev, ker eni in drugi vlagatelji ne bi imeli enakega varstva.
- 47 Dejansko je treba spomniti, da v skladu z ustaljeno sodno prakso Sodišča načelo enakega obravnavanja zahteva, da se primerljive okoliščine ne obravnavajo različno in da se različne okoliščine ne obravnavajo enako, razen če je taka obravnava objektivno utemeljena (glej v tem smislu sodbo Glatzel, C-356/12, EU:C:2014:350, točka 43).
- 48 Kot pa je razvidno iz točk od 33 do 36 te sodbe, je cilj prodaje vrednostnih papirjev v okviru postopka prisilne izvršitve popolnoma drugačen od ciljev Direktive o prospektu.
- 49 Zato, ker položaj vlagateljev, ki kupijo vrednostne papirje v okviru prisilne prodaje, ni primerljiv s položajem vlagateljev, ki kupijo take vrednostne papirje v okviru običajnega postopka javne ponudbe v smislu člena 2(1)(d) Direktive o prospektu, ne gre za neenako obravnavanje enih in drugih.
- 50 Glede na zgoraj navedeno je treba na prvo vprašanje odgovoriti, da je treba člen 3(1) Direktive o prospektu razlagati tako, da obveznost objave prospekta pred vsako javno ponudbo vrednostnih papirjev ne velja za prisilno prodajo vrednostnih papirjev, kot je ta, ki se obravnava v postopku v glavni stvari.

#### *Drugo vprašanje*

- 51 Predložitveno sodišče je drugo vprašanje za predhodno odločanje postavilo samo za primer, če bi bil odgovor na prvo vprašanje pritrdilen.
- 52 Glede na odgovor na prvo vprašanje na drugo vprašanje ni treba odgovoriti.

## **Stroški**

- 53 Ker je ta postopek za stranke v postopkih v glavni stvari ena od stopenj v postopkih pred predložitvenim sodiščem, to odloči o stroških. Stroški, priglašeni za predložitev stališč Sodišču, ki niso stroški omenjenih strank, se ne povrnejo.

Iz teh razlogov je Sodišče (drugi senat) razsodilo:

**Člen 3(1) Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES, kot je bila spremenjena z Direktivo 2008/11/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 11. marca 2008, je treba razlagati tako, da obveznost objave prospekta pred vsako javno ponudbo vrednostnih papirjev ne velja za prisilno prodajo vrednostnih papirjev, kot je ta, ki se obravnava v postopku v glavni stvari.**

Podpisi