Sbírka soudních rozhodnutí

ROZSUDEK SOUDNÍHO DVORA (čtvrtého senátu)

9. ledna 2025*

„Řízení o předběžné otázce – Směrnice 2003/71/ES – Prospekt, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování – Článek 2 odst. 1 písm. a) – Pojem ‚cenné papíry' – Článek 3 – Povinnost zveřejnit prospekt – Cenné papíry obchodovatelné na kapitálových trzích – Akcie holdingové společnosti, jejichž držiteli mohou být pouze určité orgány územněsprávních celků členského státu – Převod akcií vyžadující souhlas představenstva holdingové společnosti"

Ve věci C-627/23,

jejímž předmětem je žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná na základě článku 267 SFEU rozhodnutím Cour de cassation (Kasační soud, Belgie) ze dne 29. září 2023, došlým Soudnímu dvoru dne 13. října 2023, v řízení

**Commune de Schaerbeek,**

**Commune de Linkebeek**

proti

**Holding Communal SA,**

SOUDNÍ DVŮR (čtvrtý senát),

ve složení: C. Lycourgos, předseda třetího senátu vykonávající funkci předsedy čtvrtého senátu, S. Rodin (zpravodaj) a O. Spineanu-Matei, soudci,

generální advokát: J. Richard de la Tour,

za soudní kancelář: A. Calot Escobar, vedoucí,

s přihlédnutím k písemné části řízení,

s ohledem na vyjádření, která předložili:

– za obce Schaerbeek a Linkebeek: M. Grégoire, avocate,

– za Holding Communal SA: P. A. Foriers, avocat,

* Jednací jazyk: francouzština.

– za Evropskou komisi: C. Auvret a P. A. Messina, jako zmocněnci,

po vyslechnutí stanoviska generálního advokáta na jednání konaném dne 5. září 2024,

vydává tento

**Rozsudek**

1 Žádost o rozhodnutí o předběžné otázce se týká výkladu čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES (Úř. věst. 2003, L 345, s. 64; Zvl. vyd. 06/06, s. 356), ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/11/ES ze dne 11. března 2008 (Úř. věst. 2008, L 76, s. 37) (dále jen „směrnice o prospektu“).

2 Tato žádost byla předložena v rámci sporu mezi obcemi Schaerbeek a Linkebeek (Belgie) na jedné straně a společností Holding Communal SA na straně druhé ohledně zákonnosti úpisu akcií těmito obcemi v rámci zvýšení základního kapitálu společnosti Holding Communal, kdy tomuto úpisu nepředcházelo zveřejnění prospektu.

## Právní rámec

### *Unijní právo*

*Směrnice o prospektu*

3 Směrnice o prospektu byla s účinkem k 21. červenci 2019 zrušena nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu (Úř. věst. 2017, L 168, s. 12). Vzhledem k datu rozhodnému z hlediska skutkového stavu sporu v původním řízení jsou však na spor nadále použitelná ustanovení této směrnice.

4 Body 10, 12 a 16 odůvodnění směrnice o prospektu zněly:

„(10) Cílem této směrnice a prováděcích opatření k ní je zajistit ochranu investorů a efektivnost trhů v souladu s přísnými regulativními normami přijatými na příslušných mezinárodních fórech.

[…]

(12) K zajištění ochrany investorů je rovněž nutné plně zahrnout kapitálové a nekapitálové cenné papíry nabízené veřejně nebo přijímané k obchodování na regulovaných trzích definovaných směrnicí Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů [(Úř. věst. 1993, L 141, s. 27; Zvl. vyd. 06/02, s. 43)] a nikoli pouze cenných papírů, které byly přijaty ke kotování na burze cenných papírů. Široká definice cenných papírů v této směrnici, která zahrnuje opční listy a kryté opční listy a certifikáty

zastupující akcie, platí pouze pro tuto směrnici, a tudíž nijak neovlivňuje různé definice finančních nástrojů používané ve vnitrostátních právních předpisech pro jiné účely, například pro účely zdanění. […]

[…]

(16) Jedním z cílů této směrnice je ochrana investorů. Proto je vhodné přihlédnout k různým požadavkům na ochranu různých kategorií investorů, zejména podle jejich úrovně odborných zkušeností. Zveřejnění pomocí prospektu se nevyžaduje pro nabídky omezené na kvalifikované investory. Naopak každý další veřejný prodej nebo veřejné obchodování prostřednictvím přijetí k obchodování na regulovaném trhu zveřejnění prospektu vyžaduje.“

5 Článek 1 odst. 2 písm. b) a d) směrnice o prospektu stanovil:

„Tato směrnice se nevztahuje na

[…]

b) nekapitálové cenné papíry vydané členským státem nebo orgány jeho regionální nebo místní samosprávy, organizacemi mezinárodního práva veřejného, jichž jsou jeden či více členských států členy, Evropskou centrální bankou nebo centrálními bankami členských států;

[…]

d) cenné papíry nepodmíněně a neodvolatelně zaručené členským státem nebo orgány jeho regionální nebo místní samosprávy.“

6 Článek 2 odst. 1 písm. a), b), d), e) a f) směrnice o prospektu stanovil:

„Pro účely této směrnice se rozumí:

a) ‚cennými papíry‘ převoditelné cenné papíry definované v čl. 1 odst. 4 směrnice 93/22/EHS s výjimkou nástrojů peněžního trhu definovaných v čl. 1 odst. 5 směrnice 93/22/EHS se splatností delší než [kratší než] 12 měsíců. Na tyto nástroje se mohou použít vnitrostátní právní předpisy;

b) ‚kapitálovými cennými papíry‘ akcie a jiné převoditelné cenné papíry rovnocenné akciím i jiné druhy převoditelných cenných papírů opravňující k získání výše uvedených cenných papírů v důsledku jejich přeměny nebo výkonu práv s nimi spojených, pokud jsou cenné papíry druhého typu emitovány emitentem základních akcií nebo subjektem příslušejícím ke skupině uvedeného emitenta;

[…]

d) ‚veřejnou nabídkou cenných papírů‘ sdělení osobám v jakékoli podobě a jakýmkoli způsobem, které uvádí dostatečné informace o podmínkách nabídky a cenných papírech, které jsou nabízeny, tak, aby byl investor schopen rozhodnout se o koupi nebo upsání těchto cenných papírů. Tato definice se použije i na umístění cenných papírů finančními zprostředkovateli;

e) ‚kvalifikovanými investory‘:
   i) právnické osoby, které na základě povolení nebo regulace provádějí operace na finančních trzích […]
   ii) ústřední a regionální vlády, […]
   iii) jiné právnické osoby, které nesplňují dvě ze tří kritérií uvedených v odstavci f);
   iv) určité fyzické osoby: […]
   v) určité malé a střední podniky: s výhradou vzájemného uznání se členský stát může rozhodnout udělit povolení malým a středním podnikům, které mají sídlo v tomto členském státě a které výslovně požádají o to, aby byly považovány za kvalifikované investory;

f) ‚malými a středními podniky‘ společnosti, které podle své poslední roční nebo konsolidované účetní závěrky splňují nejméně dvě z následujících tří kritérií: průměrný počet zaměstnanců v posledním finančním roce nižší než 250, celková bilanční suma nepřesahující 43 000 000 EUR a roční čistý obrat nepřesahující 50 000 000 EUR“.

7 Článek 3 odst. 1 a 2 směrnice o prospektu stanovil:

„1. Členské státy na svém území nepovolí žádnou veřejnou nabídku cenných papírů bez předchozího zveřejnění prospektu.

2. Povinnost zveřejnit prospekt se nevztahuje na tyto druhy nabídek:

a) nabídka cenných papírů určená výhradně kvalifikovaným investorům; nebo

b) nabídka cenných papírů určená méně než 100 fyzickým nebo právnickým osobám v jednom členském státě, jiným než kvalifikovaným investorům; nebo

c) nabídka cenných papírů určená investorům nabývajícím cenné papíry za cenu nejméně 50 000 EUR na jednoho investora, pro každou jednotlivou nabídku; nebo

d) nabídka cenných papírů s jednotkovou jmenovitou hodnotou ve výši nejméně 50 000 EUR; nebo

e) nabídka cenných papírů s celkovou hodnotou protiplnění nižší než 100 000 EUR; tento limit se vypočítá za období 12 měsíců.

[…]“

8 Článek 4 odst. 1 písm. d) směrnice o prospektu stanovil:

„Povinnost zveřejnit prospekt neplatí v případě veřejné nabídky cenných papírů u těchto cenných papírů:

[…]

d) akcií, které jsou nabízeny, přiděleny nebo mají být přiděleny bezplatně stávajícím akcionářům, a dividendy vyplácené v podobě akcií stejné třídy jako akcie, z nichž jsou tyto dividendy vypláceny, je-li k dispozici dokument obsahující údaje o počtu a povaze akcií a důvody a podrobnosti nabídky.“

*Směrnice MiFID I*

9 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS (Úř. věst. 2004, L 145, s. 1; Zvl. vyd. 06/07, s. 263) (dále jen „směrnice MiFID I“), ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES ze dne 5. dubna 2006 (Úř. věst. 2006, L 114, s. 60), byla s účinností k 3. lednu 2018 zrušena směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (Úř. věst. 2014, L 173, s. 349) ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2016/1034 ze dne 23. června 2016 (Úř. věst. 2016, L 175, s. 8). Vzhledem k datu rozhodnému z hlediska skutkového stavu sporu v původním řízení jsou však ustanovení směrnice MiFID I nadále na tento spor použitelná.

10 Body 2 a 44 odůvodnění směrnice MiFID I zněly:

„(2) V posledních letech začalo na finančních trzích aktivně působit více investorů, kterým se nabízí ještě komplexnější a širší soubor služeb a nástrojů. Vzhledem k tomuto vývoji by měl být právní rámec Společenství rozšířit [rozšířen] na všechny činnosti zaměřené na investory. Proto je nutné stanovit stupeň harmonizace nezbytný k tomu, aby byla investorům nabízena vysoká úroveň ochrany a aby investiční podniky mohly poskytovat služby v celém Společenství, které je jednotným trhem, na základě dohledu domovské země. Směrnice 93/22/EHS by proto měla být nahrazena směrnicí novou.

[…]

(44) Vzhledem k dvojímu cíli ochrany investorů a zajištění řádného fungování trhu cenných papírů je nezbytné zajistit, aby transakce byly plně transparentní a aby pravidla pro regulované trhy stanovená za tímto účelem platila pro investiční podniky, pokud jsou činné na trhu. […]“

11 Článek 4 odst. 1 bod 18 směrnice MiFID I stanovil:

„Pro účely této směrnice se rozumí:

[…]

18) ‚převoditelnými cennými papíry‘ třídy cenných papírů, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu (s výjimkou platebních nástrojů), například
a) akcie společností a další cenné papíry rovnocenné akciím společností, osobních společností či jiných subjektů včetně depozitních certifikátů k těmto akciím;

[…]“

12 Článek 40 odst. 1 směrnice MiFID I stanovil:

„Členské státy vyžadují, aby regulované trhy měly jasná a transparentní pravidla pro přijímání finančních nástrojů k obchodování.

Tato pravidla zajistí, aby veškeré finanční nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu mohly být obchodovány spravedlivě, řádně a efektivně a aby byly v případě převoditelných cenných papírů volně obchodovatelné.“

13 Článek 69 směrnice MiFID I stanovil:

„Směrnice 93/22/EHS se zrušuje s účinkem od 1. listopadu 2007. Odkazy na směrnici 93/22/EHS se považují za odkazy na tuto směrnici. Odkazy na pojmy definované ve směrnici 93/22/EHS nebo na její články se považují za odkazy na odpovídající pojmy definované v této směrnici nebo na odpovídající články této směrnice.“

### *Belgické právo*

14 Prostřednictvím loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés (zákon ze dne 16. června 2006 o veřejných nabídkách investičních nástrojů a o přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaných trzích) (*Moniteur belge* ze dne 21. června 2006, s. 31352) byla do belgického práva provedena mimo jiné směrnice o prospektu. Článek 5 odst. 1 bod 1 tohoto zákona stanoví, že pro účely jeho použití se „cennými papíry“ rozumí „všechny třídy investičních nástrojů, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu (s výjimkou platebních nástrojů), například […] akcie společností a další investiční nástroje rovnocenné akciím společností, osobních společností či jiných subjektů, včetně investičních nástrojů, které vydávají subjekty kolektivního investování mající smluvní podobu nebo podobu trustu a které představují práva podílníků na aktivech těchto subjektů, jakož i depozitní certifikáty“.

## Spor v původním řízení a předběžná otázka

15 Společnost Holding Communal byla prvotně založena dne 24. listopadu 1860 pod názvem „Crédit communal de Belgique“ za účelem financování investic orgánů místní samosprávy v Belgii. Jejími akcionáři jsou belgické obce a provincie, včetně obcí Schaerbeek a Linkebeek.

16 V průběhu roku 1996 se společnost Crédit communal de Belgique spojila se společností Crédit local de France a vznikla skupina Groupe Dexia. V průběhu roku 1998 byla společnost Crédit Communal de Belgique přeměněna na holdingovou společnost a získala svůj současný název, Holding Communal. Společnost Holding Communal je mimo jiné držitelkou významného podílu ve společnosti Dexia SA.

17 V souvislosti s finanční krizí v roce 2008 se společnost Holding Communal podílela na zvýšení základního kapitálu společnosti Dexia SA ve výši 500 milionů eur. Za účelem splacení tohoto úpisu poté, co se v létě 2009 nepodařilo získat úvěr, se představenstvo společnosti Holding Communal rozhodlo obrátit se na akcionáře mimo jiné s návrhem na zvýšení základního kapitálu prostřednictvím peněžitých vkladů s vydáním „kumulativních prioritních akcií A“.

18 V září roku 2009 se konala informativní schůzka, na které byly akcionářům sděleny informace. Harmonogram operace zvýšení kapitálu byl upraven tak, aby se zohlednil specifický rozhodovací proces obcí a provincií.

19 Na valné hromadě společnosti Holding Communal dne 30. září 2009 její akcionáři toto zvýšení základního kapitálu schválili. V souvislosti s tímto zvýšením základního kapitálu se akcionáři rozhodli, že upisování proběhne ve dvou kolech. Obec Schaerbeek upsala v prvním kole 8 161 689,60 eura a ve druhém kole 1 359 011,84 eura. Obec Linkebeek upsala v každém z obou kol 53 575,68 eura.

20 Dne 7. prosince 2011 rozhodla mimořádná valná hromada společnosti Holding Communal o zrušení této společnosti a o jejím vstupu do likvidace. Vzhledem k tomu, že nemohl být vyplacen žádný likvidační zůstatek, přišli akcionáři o celou výši svých úpisů, tedy jak úpisů poskytnutých před zvýšením základního kapitálu, tak úpisů poskytnutých a splacených dne 30. září 2009.

21 Obce Schaerbeek a Linkebeek podaly proti společnosti Holding Communal žalobu k Tribunal de commerce francophone de Bruxelles (Frankofonní obchodní soud v Bruselu, Belgie) na zrušení svých úpisů učiněných v rámci předmětného zvýšení kapitálu, a to z důvodu porušení zákona ze dne 16. června 2006. Obce tvrdily, že před vyzváním akcionářů k úpisům v rámci tohoto zvýšení základního kapitálu měl být v souladu s tímto zákonem zveřejněn prospekt.

22 Shora uvedený soud dovodil, že tento zákon – podobně jako směrnice o prospektu – reguluje nabídku cenných papírů, pouze jsou-li cenné papíry obchodovatelné na kapitálovém trhu; tak tomu ale v případě akcií společnosti Holding Communal nebylo.

23 Rozsudkem Cour d'appel de Bruxelles (Odvolací soud v Bruselu, Belgique) ze dne 12. dubna 2022 bylo toto rozhodnutí potvrzeno. Uvedený soud zejména rozhodl, že akcie vydané jako protiplnění za peněžité vklady jsou cennými papíry, které nejsou obchodovatelné na kapitálovém trhu, poněvadž jejich držiteli mohou být pouze orgány obcí a provincií a jejich převod podléhá souhlasu představenstva.

24 Obce Schaerbeek a Linkebeek podaly proti tomuto rozsudku kasační opravný prostředek ke Cour de cassation (Kasační soud, Belgie), který je předkládajícím soudem, přičemž tvrdily, že mezi cenné papíry, které smí být osobám nabízeny pouze po předchozím zveřejnění prospektu, patří bez jakýchkoli omezení „akcie společností", a to bez ohledu na to, zda je převod těchto akcí omezen, například nutností získat souhlas představenstva, a bez ohledu na to, zda dotyčné osoby náležejí do zvláštní kategorie, jako jsou například orgány obcí nebo provincií.

25 Cour de cassation (Kasační soud) v tomto ohledu uvádí, že výsledek kasačního řízení závisí na výkladu pojmu „cenné papíry" uvedeného v čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice o prospektu.

26 Za těchto podmínek se Cour de cassation (Kasační soud) rozhodl přerušit řízení a položit Soudnímu dvoru následující předběžnou otázku:

„Musí být čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice [o prospektu], který sám o sobě odkazuje na čl. 4 odst. 1 bod 18 směrnice [MiFID I], vykládán v tom smyslu, že pojem ‚cenný papír obchodovatelný na kapitálovém trhu' zahrnuje akcie holdingové společnosti, které mohou držet pouze provincie a obce a jejichž převod podléhá souhlasu představenstva?"

## K předběžné otázce

27 Podstatou předběžné otázky předkládajícího soudu je, zda musí být čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice o prospektu vykládán v tom smyslu, že akcie společnosti, jejichž držiteli mohou být pouze provincie a obce členského státu a jejichž převod podléhá souhlasu představenstva této společnosti, spadají pod pojem „cenné papíry“ ve smyslu této směrnice.

28 Je nutné připomenout, že podle ustálené judikatury je při výkladu ustanovení unijního práva třeba vzít v úvahu nejen jeho znění, ale i kontext, do kterého zapadá, a cíle sledované právní úpravou, jejíž je součástí [rozsudek ze dne 29. února 2024, Eesti Vabariik (Põllumajanduse Registrite ja Informatsiooni Amet), C-437/22, EU:C:2024:176, bod 48 a citovaná judikatura].

29 V tomto ohledu je třeba zaprvé uvést, že podle znění čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice o prospektu se pojmem „cenné papíry“ ve smyslu této směrnice rozumí „převoditelné cenné papíry definované v čl. 1 odst. 4 směrnice 93/22/EHS s výjimkou nástrojů peněžního trhu […] se splatností delší než [kratší než] 12 měsíců“.

30 Směrnice 93/22 byla sice zrušena směrnicí MiFID I, ta však v článku 69 stanoví, že „[o]dkazy na pojmy definované ve směrnici 93/22/EHS nebo na její články se považují za odkazy na odpovídající pojmy definované v[e] […] směrnici [MiFID I] nebo na odpovídající články této směrnice“.

31 Podle čl. 4 odst. 1 bodu 18 směrnice MiFID I přitom pod pojem „převoditelné cenné papíry“ spadají „třídy cenných papírů, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu (s výjimkou platebních nástrojů)“, například – jak je uvedeno v písm. a) tohoto ustanovení – „akcie společností a další cenné papíry rovnocenné akciím společností, osobních společností či jiných subjektů včetně depozitních certifikátů k těmto akciím“.

32 V souladu s čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice o prospektu ve spojení s čl. 4 odst. 1 bodem 18 směrnice MiFID I tedy pojem „cenné papíry“ ve smyslu směrnice o prospektu označuje „cenné papíry obchodovatelné na kapitálovém trhu“. Uvedené ustanovení v této souvislosti neupřesňuje význam výrazů „obchodovatelné cenné papíry“ a „kapitálový trh“ kromě toho, že sem nespadají platební nástroje. Článek 4 odst. 1 bod 18 směrnice MiFID I sice uvádí příklady cenných papírů, které pod tento pojem spadají, například akcie společností, neobsahuje však žádná zvláštní omezení, co se týče vlastností držitelů těchto cenných papírů, nebo případná omezení jejich převodu.

33 Výraz „cenné papíry obchodovatelné na kapitálovém trhu“ ve smyslu čl. 4 odst. 1 bodu 18 směrnice MiFID I, a tudíž i pojem „cenné papíry“ ve smyslu směrnice o prospektu, je proto třeba, jak uvedl generální advokát v bodě 59 svého stanoviska, vykládat široce v tom smyslu, že pod tento pojem spadají cenné papíry, jako jsou akcie společností, za předpokladu, že jejich převod nepodléhá omezením, jež by znemožňovala nebo mimořádně ztěžovala jejich obchodovatelnost na kapitálovém trhu, tj. mezi subjekty nabízejícími takové cenné papíry a potenciálními investory.

34 Zadruhé je tento výklad podpořen kontextem, do něhož pojem „cenné papíry“ ve smyslu směrnice o prospektu zapadá.

35 V tomto ohledu je třeba připomenout, že čl. 40 odst. 1 směrnice MiFID I požaduje, aby regulované trhy měly jasná a transparentní pravidla pro přijímání finančních nástrojů k obchodování, která zajistí, aby veškeré finanční nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu mohly být

obchodovány spravedlivě, řádně a efektivně a aby byly v případě převoditelných cenných papírů volně obchodovatelné. Dále čl. 2 odst. 1 písm. d) směrnice o prospektu definuje pojem „veřejná nabídka cenných papírů“ jako „sdělení osobám v jakékoli podobě a jakýmkoli způsobem, které uvádí dostatečné informace o podmínkách nabídky a cenných papírech, které jsou nabízeny, tak, aby byl investor schopen rozhodnout se o koupi nebo upsání těchto cenných papírů“.

36 Z těchto ustanovení tedy vyplývá, že cenné papíry mohou být nejen volně obchodovány na regulovaných trzích, ale také jednoduše nabízeny za podmínek, které investorovi umožní rozhodnout se o koupi nebo upsání těchto cenných papírů. Z toho plyne, že základní charakteristikou cenných papírů není neomezená obchodovatelnost na kapitálovém trhu, nýbrž možnost obchodování s takovými cennými papíry mezi nabízejícími subjekty a potenciálními investory, avšak s tím, že tato obchodovatelnost nesmí být omezena natolik, že by obchodování bylo znemožněno nebo mimořádně ztíženo.

37 Široký výklad pojmu „cenné papíry“ vyplývá rovněž z odůvodnění směrnice MiFID I a směrnice o prospektu. Z bodu 2 odůvodnění směrnice MiFID I totiž plyne, že tato směrnice musí zahrnovat všechny činnosti zaměřené na investory. Směrnice o prospektu pak v souladu s bodem 12 jejího odůvodnění zavádí k zajištění ochrany investorů širokou definici pojmu „cenné papíry“ a plně zahrnuje kapitálové a nekapitálové cenné papíry nabízené veřejně nebo přijímané k obchodování na regulovaných trzích.

38 Zatřetí je výklad podaný v bodě 33 tohoto rozsudku v souladu s cíli sledovanými směrnicí MiFID I a směrnicí o prospektu, které podle bodu 44 odůvodnění prvně uvedené směrnice a podle bodu 10 odůvodnění druhé směrnice spočívají v ochraně investorů a v zajištění řádného fungování trhů (v souvislosti se směrnicí o prospektu v tomto smyslu viz rozsudek ze dne 3. června 2021, Bankia, C-910/19, EU:C:2021:433, bod 30 a citovaná judikatura). Výklad, podle něhož pod pojem „cenné papíry“ ve smyslu těchto směrnic spadají mimo jiné akcie společností za předpokladu, že nepodléhají omezením, v jejich důsledku by obchodování s nimi mezi nabízejícími subjekty a potenciálními investory bylo znemožněno nebo mimořádně ztíženo, totiž umožňuje, aby se uplatnily mechanismy, které jsou stanoveny v těchto směrnicích a přispívají k dalekosáhlému naplňování obou shora uvedených cílů na kapitálových trzích, na nichž mohou být investoři aktivní.

39 V projednávané věci z předkládacího rozhodnutí vyplývá, že držiteli akcií společnosti, o niž jde ve věci v původním řízení, mohou být pouze provincie a obce daného členského státu a že jejich převod podléhá souhlasu představenstva této společnosti. S výhradou ověření, které provede předkládající soud, není patrné, že by takové akcie podléhaly omezením, jež by obchodování s nimi mezi subjekty nabízejícími cenné papíry a potenciálními investory znemožňovala nebo je mimořádně ztěžovala, neboť tato omezení nebrání tomu, aby byly akcie předmětem obchodování s nezanedbatelným počtem potenciálních investorů, a to navzdory možnosti, že nabídka nevyústí v převod předmětných akcií, k čemuž ostatně může dojít i v případě nabídky cenných papírů společnosti, jejichž převod souhlasu jejího představenstva nepodléhá.

40 Tato úvaha rovněž umožňuje odlišit situaci ve věci v původním řízení od situace ve věci, v níž byl vydán rozsudek ze dne 17. září 2014, Almer Beheer a Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, body 35 a 36). Ve zmíněné věci se totiž jednalo o prodej cenných papírů v rámci vykonávacího řízení, který byl z tohoto důvodu velmi vzdálený běžnému obchodování s takovými cennými papíry, protože jeho smyslem nebyla účast v hospodářské činnosti na trhu s těmito cennými papíry, nýbrž pouze uspokojení nároků věřitele navrhujícího výkon rozhodnutí.

41 S ohledem na informace obsažené v žádosti o rozhodnutí o předběžné otázce, podle nichž se spor v původním řízení týká především otázky, zda je s výzvou k upisování akcií společnosti, jejichž držiteli mohou být pouze provincie a obce členského státu a jejichž převod podléhá souhlasu představenstva této společnosti, spojena povinnost předem zveřejnit prospekt podle čl. 3 odst. 1 směrnice o prospektu, je ještě třeba učit – s cílem poskytnout předkládajícímu soudu odpověď, která bude plně využitelná pro řešení tohoto sporu – zda je výzva k upisování takových akcií „veřejnou“ nabídkou ve smyslu uvedeného čl. 3 odst. 1.

42 Podle čl. 3 odst. 1 směrnice o prospektu „[č]lenské státy na svém území nepovolí žádnou veřejnou nabídku cenných papírů bez předchozího zveřejnění prospektu“. Podle odstavce 2 tohoto článku však se však tato povinnost nevztahuje na určité druhy nabídek cenných papírů, mimo jiné na nabídku uvedenou v písm. a) tohoto odstavce, kam spadá jakákoli nabídka cenných papírů „určená výhradně kvalifikovaným investorům“.

43 V tomto ohledu je třeba zaprvé uvést – podobně jak to učinil generální advokát v bodě 37 svého stanoviska – že definice pojmu „veřejná nabídka cenných papírů“, jejíž znění je připomenuto v bodě 35 tohoto rozsudku, je formulována široce a bez omezení co do osob, jichž se taková nabídka týká, nebo co do formy sdělení nabídky.

44 Zadruhé podle čl. 4 odst. 1 písm. d) směrnice o prospektu povinnost zveřejnit prospekt neplatí v případě veřejné nabídky cenných papírů u akcií, které jsou nabízeny, přiděleny nebo mají být přiděleny bezplatně stávajícím akcionářům, nicméně taková výjimka není stanovena pro případ, kdy se jedná o úplatnou nabídku upisování akcií společnosti určenou pouze akcionářům této společnosti.

45 Zatřetí je třeba zdůraznit, že v bodě 16 odůvodnění směrnice o prospektu je výslovně uvedeno, že tato směrnice přihlíží k různým požadavkům na ochranu různých kategorií investorů, zejména podle jejich úrovně odborných zkušeností, a nestanoví tedy povinnost zveřejňovat prospekt pro nabídky omezené na kvalifikované investory ve smyslu této směrnice.

46 Takovouto výjimku pro tyto investory zakotvuje čl. 3 odst. 2 písm. a) směrnice o prospektu ve spojení s bodem 16 jejího odůvodnění; mezi tyto investory však podle čl. 2 odst. 1 písm. e) bodu ii) této směrnice patří mimo jiné ústřední a regionální vlády, nikoli však orgány místní samosprávy.

47 Na obce, tj. orgány místní samosprávy, tedy čl. 2 odst. 1 písm. e) bod ii) této směrnice nedopadá.

48 Vzhledem k tomu, že – s výhradou ověření, které provede předkládající soud – obce nespadají ani do žádné jiné kategorie „kvalifikovaných investorů“ uvedené v čl. 2 odst. 1 písm. e) směrnice o prospektu, nelze takovou nabídku cenných papírů, o jakou jde ve věci v původním řízení, které je určena jak obcím, tak provinciím členského státu, považovat za určenou „výhradně kvalifikovaným investorům“ ve smyslu čl. 3 odst. 2 písm. a) této směrnice. Za těchto podmínek je nerozhodné, zda mohou belgické provincie představovat „regionální vlády“ ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. e) bodu ii) směrnice o prospektu.

49 Z toho plyne – samozřejmě s výhradou výjimek, které jsou uvedeny v čl. 3 odst. 2 písm. b) až e) směrnice o prospektu a v jejím článku 4, ale nejsou v předkládacím rozhodnutí zmíněny jakožto výjimky, které by se mohly v projednávané věci použít – že v takovém případě, o jaký jde ve věci v původním řízení, je dána „veřejná nabídka cenných papírů“ ve smyslu čl. 3 odst. 1 této směrnice

podléhající povinnosti předchozího zveřejnění prospektu za předpokladu, že podmínky nabídky neznemožňují nebo mimořádně neztěžují obchodovatelnost předmětných cenných papírů na kapitálovém trhu mezi nabízejícími subjekty a potenciálními investory.

50 S ohledem na výše uvedené úvahy je třeba na položenou otázku odpovědět tak, že čl. 2 odst. 1 písm. a) směrnice o prospektu musí být vykládán v tom smyslu, že akcie společnosti, jejichž držiteli mohou být pouze provincie a obce členského státu a jejichž převod podléhá souhlasu představenstva této společnosti, spadají pod pojem „cenné papíry“ ve smyslu této směrnice, takže s výzvou k upisování takových akcií je spojena povinnost předchozího zveřejnění prospektu podle čl. 3 odst. 1 této směrnice, pokud podmínky nabídky neznemožňují nebo mimořádně neztěžují obchodovatelnost těchto akcií na kapitálovém trhu mezi nabízejícími subjekty a potenciálními investory a pokud se nepoužije žádná s výjimek uvedených v čl. 3 odst. 2 a v článku 4 této směrnice.

## K nákladům řízení

51 Vzhledem k tomu, že řízení má, pokud jde o účastníky původního řízení, povahu incidenčního řízení ve vztahu ke sporu probíhajícímu před předkládajícím soudem, je k rozhodnutí o nákladech řízení příslušný uvedený soud. Výdaje vzniklé předložením jiných vyjádření Soudnímu dvoru než vyjádření uvedených účastníků řízení se nenahrazují.

Z těchto důvodů Soudní dvůr (čtvrtý senát) rozhodl takto:

**Článek 2 odst. 1 písm. a) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2008/11/ES ze dne 11. března 2008**

**musí být vykládán v tom smyslu, že**

**akcie společnosti, jejichž držiteli mohou být pouze provincie a obce členského státu a jejichž převod podléhá souhlasu představenstva této společnosti, spadají pod pojem „cenné papíry“ ve smyslu směrnice 2003/71 ve znění směrnice 2008/11, takže s výzvou k upisování takových akcií je spojena povinnost předchozího zveřejnění prospektu podle čl. 3 odst. 1 směrnice 2003/71 ve znění směrnice 2008/11, pokud podmínky nabídky neznemožňují nebo mimořádně neztěžují obchodovatelnost těchto akcií na kapitálovém trhu mezi nabízejícími subjekty a potenciálními investory a pokud se nepoužije žádná s výjimek uvedených v čl. 3 odst. 2 a v článku 4 směrnice 2003/71 ve znění směrnice 2008/11.**

Podpisy