Oikeustapauskokoelma

UNIONIN TUOMIOISTUIMEN TUOMIO (neljäs jaosto)

9 päivänä tammikuuta 2025*

Ennakkoratkaisupyyntö – Direktiivi 2003/71/EY – Arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettava esite – 2 artiklan 1 kohdan a alakohta – Arvopapereiden käsite – 3 artikla – Esitteen julkistamisvelvollisuus – Arvopaperit, jotka ovat vaihdantakelpoisia pääomamarkkinoilla – Holdingyhtiön osakkeet, jotka voivat olla vain jäsenvaltion tiettyjen aluetason hallintoviranomaisten omistuksessa – Osakkeiden luovutus, joka edellyttää holdingyhtiön hallituksen hyväksyntää

Asiassa C-627/23,

jossa on kyse SEUT 267 artiklaan perustuvasta ennakkoratkaisupyynnöstä, jonka Cour de cassation (ylin yleinen tuomioistuin, Belgia) on esittänyt 29.9.2023 tekemällään päätöksellä, joka on saapunut unionin tuomioistuimeen 13.10.2023, saadakseen ennakkoratkaisun asiassa

Commune de Schaerbeek ja

Commune de Linkebeek

vastaan

Holding Communal SA,

UNIONIN TUOMIOISTUIN (neljäs jaosto),

toimien kokoonpanossa: kolmannen jaoston puheenjohtaja C. Lycourgos, joka hoitaa neljännen jaoston puheenjohtajan tehtäviä, sekä tuomarit S. Rodin (esittelevä tuomari) ja O. Spineanu-Matei,

julkisasiamies: J. Richard de la Tour,

kirjaaja: A. Calot Escobar,

ottaen huomioon kirjallisessa käsittelyssä esitetyn,

ottaen huomioon huomautukset, jotka sille ovat esittäneet

– Commune de Schaerbeek ja Commune de Linkebeek, asiamiehenään M. Grégoire, avocate,

– Holding Communal SA, edustajanaan P. A. Foriers, avocat,

* Oikeudenkäyntikieli: ranska.

– Euroopan komissio, asiamiehinään C. Auvret ja P. A. Messina,

kuultuaan julkisasiamiehen 5.9.2024 pidetyssä istunnossa esittämän ratkaisuehdotuksen,

on antanut seuraavan

tuomion

1 Ennakkoratkaisupyyntö koskee arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 4.11.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY (EUVL 2003, L 345, s. 64), sellaisena kuin se on muutettuna 11.3.2008 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2008/11/EY (EUVL 2008, L 76, s. 37) (jäljempänä esitedirektiivi), 2 artiklan 1 kohdan a alakohdan tulkintaa.

2 Pyyntö on esitetty asiassa, jossa vastakkain ovat yhtäältä Commune de Schaerbeek (Schaerbeekin kunta, Belgia) ja Commune de Linkebeek (Linkebeekin kunta, Belgia) ja toisaalta Holding Communal SA ja jossa on kyse siitä, onko se, että kyseiset kunnat ovat merkinneet Holding Communalin pääoman korotuksen tilanteessa, jossa merkintää ei edeltänyt esitteen julkistaminen, ollut lainmukaista.

Asiaa koskevat oikeussäännöt

Unionin oikeus

Esitedirektiivi

3 Esitedirektiivi kumottiin 21.7.2019 alkavin vaikutuksin arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä 14.6.2017 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksella (EU) 2017/1129 (EUVL 2017, L 168, s. 12). Pääasian tosiseikkojen ajankohta huomioon ottaen käsiteltävässä asiassa on kuitenkin sovellettava esitedirektiivin säännöksiä.

4 Kyseisen direktiivin johdanto-osan 10, 12 ja 16 perustelukappaleessa todettiin seuraavaa:

”(10) Tämän direktiivin ja sen täytäntöönpanotoimenpiteiden tarkoituksena on varmistaa sijoittajansuoja ja markkinoiden tehokkuus kansainvälisesti vahvistettuja korkeatasoisia sääntelynormeja noudattaen.

– –

(12) Sijoittajansuojan varmistamiseksi sääntelyn on katettava kaikki yleisölle tarjottavat tai [sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla 10.5.1993 annetussa neuvoston direktiivissä 93/22/ETY, (EUVL 1993, L 141, s. 27)] määritellyillä säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otetut oman pääoman ehtoiset ja muut kuin oman pääoman ehtoiset arvopaperit [ts. osakesidonnaiset tai muut kuin osakesidonnaiset arvopaperit], eikä ainoastaan viralliselle pörssilistalle otetut arvopaperit. Tässä direktiivissä

arvopapereille annettu laaja-alainen määritelmä, joka sisältää optiotodistukset, warrantit ja sertifikaatit, koskee ainoastaan tätä direktiiviä eikä siten vaikuta millään tavalla kansallisessa lainsäädännössä käytettyihin erilaisiin rahoitusinstrumenttien määritelmiin, joita käytetään muihin tarkoituksiin, kuten verotusta varten. – –

– –

(16) Tämän direktiivin yhtenä tavoitteena on suojata sijoittajia. Tästä syystä on aiheellista ottaa huomioon eri sijoittajaryhmien erilaiset suojan tarpeet ja asiantuntemuksen taso. Esitteen julkistamisvaatimus ei koske kokeneille sijoittajille suunnattuja tarjouksia. Arvopapereiden myynti edelleen yleisölle tai ottaminen julkisen kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla edellyttää sitä vastoin aina esitteen julkistamista.

5 Saman direktiivin 1 artiklan 2 kohdan b ja d alakohdassa säädettiin seuraavaa:

”Tätä direktiiviä ei sovelleta:

– –

b) muihin kuin oman pääoman ehtoisiin [ts. osakesidonnaisiin] arvopapereihin, jotka on laskenut liikkeeseen jäsenvaltio tai sen alueellinen tai paikallinen julkisyhteisö tai kansainvälinen julkisyhteisö, jossa vähintään yksi jäsenvaltioista on jäsenenä, tai Euroopan keskuspankki taikka jäsenvaltion keskuspankki;

– –

d) arvopapereihin, joille jäsenvaltio tai sen alueellinen tai paikallinen julkisyhteisö on antanut ehdottoman ja peruuttamattoman takauksen.”

6 Esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan a, b, d, e ja f alakohdassa säädettiin seuraavaa:

”Tässä direktiivissä sovelletaan seuraavia määritelmiä:

a) ’arvopapereilla’ tarkoitetaan direktiivin 93/22/ETY 1 artiklan 4 [ala]kohdassa määriteltyjä arvopapereita lukuun ottamatta [mainitun direktiivin] 1 artiklan 5 [ala]kohdassa määriteltyjä rahamarkkinavälineitä, joiden laina-aika on alle 12 kuukautta. Tällaisiin välineisiin voidaan soveltaa kansallista lainsäädäntöä;

b) ’oman pääoman ehtoisilla arvopapereilla’ [ts. osakesidonnaisilla arvopapereilla] tarkoitetaan osakkeita tai yritysten osakkeita vastaavia muita arvopapereita sekä kaikentyyppisiä näiden hankkimiseen oikeuttavia arvopapereita, joiden merkitys perustuu niiden muuntamiseen tai niiden antamien oikeuksien käyttämiseen, edellyttäen, että viimeksi mainitun tyyppiset arvopaperit on laskenut liikkeeseen kohde-etuutena olevien osakkeiden liikkeeseenlaskija tai yksikkö, joka kuuluu mainitun liikkeeseenlaskijan konserniin;

– –

d) ’arvopapereiden tarjoamisella yleisölle’ tarkoitetaan missä tahansa muodossa ja minkä tahansa kanavan kautta henkilöille suunnattua viestintää, jossa tarjouksen ehdoista sekä tarjottavista arvopapereista annetaan riittävät tiedot, jotta sijoittaja voi tehdä päätöksen näiden arvopapereiden ostamisesta tai merkitsemisestä. Tätä määritelmää sovelletaan myös arvopapereiden sijoittamiseen rahoituksenvälittäjien kautta;

e) ’kokeneilla sijoittajilla’ tarkoitetaan:
   i) oikeushenkilöitä, joilla on toimiluvan tai sääntelyn perusteella oikeus toimia rahoitusmarkkinoilla – –;
   ii) kansallisia ja alueellisia hallintoyksiköitä – –;
   iii) muita oikeushenkilöitä, jotka eivät täytä kahta f alakohdassa esitetyistä kolmesta vaatimuksesta;
   iv) tiettyjä luonnollisia henkilöitä: – –;
   v) tiettyjä [pieniä tai keskisuuria] yrityksiä: vastavuoroisuuden perusteella jäsenvaltio voi halutessaan sallia kokeneina sijoittajina pidettävän pieniä ja keskisuuria yrityksiä, joiden kotipaikka on jäsenvaltiossa ja jotka nimenomaisesti pyytävät, että niitä käsitellään kokeneina sijoittajina;

f) ’pienellä tai keskisuurella yrityksellä’ tarkoitetaan yritystä, joka viimeksi laaditun vuositilinpäätöksensä tai konsolidoidun tilinpäätöksensä mukaan täyttää vähintään kaksi seuraavassa luetelluista kolmesta vaatimuksesta: sen palveluksessa olevien työntekijöiden keskimäärä tilivuonna oli alle 250, sen taseen loppusumma oli enintään 43000000 euroa ja sen nettomääräinen vuosiliikevaihto oli enintään 50000000 euroa.”

7 Esitedirektiivin 3 artiklan 1 ja 2 kohdan sanamuoto oli seuraava:

”1. Jäsenvaltiot eivät saa sallia, että yleisölle tarjotaan niiden alueella arvopapereita ennen kuin arvopapereista julkistetaan esite.

2. Esitteen julkistamisvelvollisuus ei koske seuraavan tyyppisiä tarjouksia:

a) arvopapereiden tarjoaminen yksinomaan kokeneille sijoittajille; ja/tai

b) arvopapereiden tarjoaminen luonnollisille henkilöille tai oikeushenkilöille, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia ja joiden määrä on jäsenvaltiota kohti alle 100; ja/tai

c) arvopapereiden tarjoaminen sijoittajille, jotka hankkivat niitä yhteensä vähintään 50000 euron arvosta sijoittajaa kohti kunkin erillisen tarjouksen osalta; ja/tai

d) sellaisten arvopapereiden tarjoaminen, joiden yksikkökohtainen nimellisarvo on vähintään 50000 euroa; – –

e) sellaisten arvopapereiden tarjoaminen, joiden yhteenlaskettu vasta-arvo on alle 100000 euroa, kun se lasketaan 12 kuukauden jaksolta.

– –”

8 Kyseisen direktiivin 4 artiklan 1 kohdan d alakohdassa säädettiin seuraavaa:

”Esitteen julkistamisvelvollisuutta ei sovelleta seuraavanlaisten arvopapereiden tarjoamiseen yleisölle:

– –

d) osakkeet, jotka tarjotaan, luovutetaan tai aiotaan luovuttaa korvauksetta nykyisille osakkeenomistajille, ja osinkoihin, jotka maksetaan samanlajisina osakkeina kuin osingon tuottaneet osakkeet, jos julkistetaan asiakirja, joka sisältää osakkeiden lukumäärää ja ominaisuuksia koskevat tiedot sekä tarjouksen perustelut ja sitä koskevat tiedot.”

MiFID I -direktiivi

9 Rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta 21.4.2004 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY (EUVL 2004, L 145, s. 1; jäljempänä MiFID I -direktiivi), sellaisena kuin se on muutettuna 5.4.2006 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2006/31/EY (EUVL 2006, L 114, s. 60), on kumottu 3.1.2018 alkavin vaikutuksin rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta 15.5.2014 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2014/65/EU (EUVL 2014, L 173, s. 349), sellaisena kuin se on muutettuna 23.6.2016 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä (EU) 2016/1034 (EUVL 2016, L 175, s. 8). Pääasian tosiseikkojen ajankohta huomioon ottaen käsiteltävässä asiassa on kuitenkin sovellettava MiFID I -direktiivin säännöksiä.

10 Kyseisen direktiivin johdanto-osan 2 ja 44 perustelukappaleessa todettiin seuraavaa:

”(2) Viime vuosina yhä useammat sijoittajat ovat alkaneet toimia rahoitusmarkkinoilla, ja sijoittajille on tarjolla entistä moninaisempi ja runsaampi palvelujen ja rahoitusvälineiden valikoima. Tämän kehityksen vuoksi yhteisön lainsäädäntöpuitteiden olisi katettava kaikki sijoittajiin kohdistuva toiminta. Tämän saavuttamiseksi on tarpeen säätää yhdenmukaistamisesta siinä laajuudessa, jossa se on tarpeen, jotta sijoittajille voitaisiin tarjota korkeatasoinen suoja ja sijoituspalveluyrityksille mahdollisuus palvelujen tarjoamiseen yhteisön muodostamien yhtenäismarkkinoiden periaatteen mukaisesti kotijäsenvaltion harjoittaman valvonnan nojalla kaikkialla yhteisössä. Edellä esitetyn vuoksi direktiivi 93/22/ETY olisi korvattava uudella direktiivillä.

– –

(44) Koska tarkoituksena on samanaikaisesti sekä suojata sijoittajia että turvata arvopaperimarkkinoiden moitteeton toiminta, on varmistettava liiketoimien avoimuus ja tämän varmistamiseksi annettujen sääntöjen soveltaminen sijoituspalveluyrityksiin niiden toimiessa markkinoilla. – –”

11 MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohdassa säädettiin seuraavaa:

”Tässä direktiivissä tarkoitetaan:

– –

18) ’siirtokelpoisilla arvopapereilla’: sellaisia arvopaperilajeja maksuvälineitä lukuun ottamatta, jotka ovat vaihdantakelpoisia pääomamarkkinoilla, kuten
   a) yhtiöiden osakkeita ja muita arvopapereita, jotka vastaavat yhtiöiden, henkilöyhtiöiden ja muiden yhteisöjen osakkeita, sekä osaketalletustodistuksia;

_ _”

12 Kyseisen direktiivin 40 artiklan 1 kohdassa säädettiin seuraavaa:

”Jäsenvaltioiden on velvoitettava säännellyt markkinat laatimaan selkeät ja avoimet säännöt rahoitusvälineiden ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi.

Näillä säännöillä on varmistettava, että rahoitusvälineillä, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, voidaan käydä kauppaa hyvää kauppatapaa noudattaen, asianmukaisesti ja tehokkaasti ja, jos kyseessä ovat siirtokelpoiset arvopaperit, että ne ovat vapaasti luovutettavissa.”

13 Mainitun direktiivin 69 artiklan sanamuoto oli seuraavaa:

”Kumotaan sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla 10 päivänä toukokuuta 1993 annettu neuvoston direktiivi 93/22/ETY 1 päivästä marraskuuta 2007 alkaen. Viittaukset direktiiviin 93/22/ETY katsotaan viittauksiksi tähän direktiiviin. Viittaukset direktiivin 93/22/ETY artikloihin tai niissä annettuihin määritelmiin katsotaan viittauksiksi tämän direktiivin artikloihin tai niissä annettuihin vastaaviin määritelmiin.”

Belgian oikeus

14 Muun muassa esitedirektiivi on saatettu osaksi Belgian lainsäädäntöä sijoitusvälineiden julkisesta tarjoamisesta ja sijoitusvälineiden ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla 16.6.2006 annetulla lailla (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, Moniteur belge 21.6.2006, s. 31352). Kyseisen lain 5 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaan tätä lakia sovellettaessa arvopapereilla tarkoitetaan ”kaikkia sellaisia sijoitusvälinelajeja maksuvälineitä lukuun ottamatta, jotka ovat vaihdantakelpoisia pääomamarkkinoilla, kuten – – yhtiöiden osakkeita ja muita sijoitusvälineitä, jotka vastaavat yhtiöiden, yhtymien ja muiden yksiköiden osakkeita tai osuuksia, myös sopimusoikeudellisten säännösten tai trusteja koskevien säännösten nojalla perustettujen yhteissijoitusyritysten liikkeeseen laskemia sijoitusvälineitä, jotka ovat todisteena haltijan oikeudesta yritysten varoihin, sekä osakkeita tai osuuksia koskevia todistuksia”.

Pääasia ja ennakkoratkaisukysymys

15 Holding Communal perustettiin alun perin 24.11.1860 nimellä Crédit communal de Belgique rahoittamaan Belgian paikallishallintojen sijoituksia. Sen osakkeenomistajia ovat Belgian kunnat ja maakunnat, muun muassa Schaerbeekin ja Linkebeekin kunnat.

16 Vuonna 1996 Crédit communal de Belgique sulautui Crédit local de Francen kanssa, minkä tuloksena syntyi Groupe Dexia. Vuonna 1998 Crédit communal de Belgiquesta tuli holdingyhtiö, ja se sai nykyisen nimensä Holding Communal. Holding Communal omistaa merkittävän osuuden Dexia SA -osakeyhtiöstä.

17 Vuoden 2008 rahoituskriisin yhteydessä Holding Communal osallistui Dexia-osakeyhtiön pääoman korottamiseen 500 miljoonalla eurolla. Voidakseen maksaa tämän merkinnän ja lainan saannin epäonnistuttua kesällä 2009 Holding Communalin hallitus päätti hakea rahoitusta osakkeenomistajilta ehdottamalla niille muun muassa rahasuorituksin tehtäviä pääoman korotuksia, minkä vuoksi laskettiin liikkeeseen ”kumulatiivisesti etuoikeutettuja A-osakkeita”.

18 Syyskuussa 2009 järjestettiin tiedotustilaisuus, jossa annettiin tietoja osakkeenomistajille. Pääoman korotustoimenpiteen aikataulua mukautettiin, jotta voitiin ottaa huomioon kuntien ja maakuntien oma päätöksentekomenettely.

19 Holding Communalin 30.9.2009 pidetyssä yhtiökokouksessa kaikki tämän yhtiön osakkeenomistajat hyväksyivät kyseisen pääoman korotuksen. Osakkeenomistajat päättivät kyseisestä pääoman korottamisesta, että merkitseminen tapahtuu kahdessa vaiheessa. Schaerbeekin kunta merkitsi siitä 8 161 689,60 euroa ensimmäisessä vaiheessa ja 1 359 011,84 euroa toisessa vaiheessa. Linkebeekin kunta puolestaan merkitsi 53 575,68 euroa kummassakin vaiheessa.

20 Holding Communalin ylimääräinen yhtiökokous päätti 7.12.2011 purkaa yhtiön ja asettaa sen selvitystilaan. Koska ylijäämää ei voitu jakaa, osakkeenomistajat menettivät kaikki merkintänsä eli sekä ne, jotka osakkeenomistajat olivat tehneet ennen pääoman korotusta, että ne, jotka oli merkitty 30.9.2009 ja jotka oli jo maksettu.

21 Schaerbeekin ja Linkebeekin kunnat nostivat tribunal de commerce francophone de Bruxellesissa (Brysselin ranskankielinen kauppatuomioistuin, Belgia) Holding Communalia vastaan kanteen, jossa ne vaativat kumoamaan kyseessä olevan pääoman korottamisen merkintänsä 16.6.2006 annetun lain rikkomisen vuoksi. Kyseiset kunnat väittivät, että ennen osakkeenomistajille osoitettua kehotusta merkitä tämä pääoman korotus olisi pitänyt julkistaa esite kyseisen lain mukaisesti.

22 Tribunal de commerce francophone de Bruxelles katsoi, että kyseisellä lailla ja esitedirektiivillä säännellään arvopapereiden tarjoamista vain, jos ne ovat vaihdantakelpoisia pääomamarkkinoilla, ja etteivät Holding Communalin osakkeet ole tällaisilla markkinoilla vaihdantakelpoisia arvopapereita.

23 Tämä ratkaisu pysytettiin 12.4.2022 annetulla Cour d’appel de Bruxellesin (Brysselin ylioikeus, Belgia) tuomiolla. Kyseinen tuomioistuin katsoi muun muassa, että rahasuorituksin tehtävän pääomakorotuksen vastineeksi liikkeeseen lasketut osakkeet olivat kuitenkin muita kuin pääomamarkkinoilla vaihdantakelpoisia arvopapereita, koska ne voivat olla vain kuntien ja maakuntien omistuksessa ja niiden luovutus edellyttää yhtiön hallituksen hyväksyntää.

24 Schaerbeekin ja Linkebeekin kunnat tekivät tästä tuomiosta kassaatiovalituksen ennakkoratkaisua pyytäneeseen tuomioistuimeen Cour de cassationiin (ylin yleinen tuomioistuin, Belgia) ja väittävät, että arvopapereihin, joiden tarjoaminen henkilöille edellyttää esitteen julkistamista etukäteen, sisältyvät rajoituksetta ”yhtiöiden osakkeet” riippumatta siitä, onko osakkeiden luovutukselle asetettu rajoituksia – kuten tarve saada hallituksen hyväksyntä –, tai siitä, kuuluvatko asianomaiset henkilöt johonkin erityisryhmään, kuten kuntiin tai maakuntiin.

25 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin katsoo tässä yhteydessä, että käsiteltävän valituksen ratkaisu riippuu esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan a alakohdan mukaisen arvopaperin käsitteen tulkinnasta.

26 Tässä tilanteessa Cour de cassation on päättänyt lykätä asian käsittelyä ja esittää unionin tuomioistuimelle seuraavan ennakkoratkaisukysymyksen:

”Onko [esitedirektiivin] 2 artiklan 1 kohdan a alakohtaa, jossa puolestaan viitataan [MiFID I -direktiivin] 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohtaan, tulkittava siten, että siirtokelpoisen arvopaperin, joka on vaihdantakelpoinen pääomamarkkinoilla, käsite kattaa holdingyhtiön osakkeet, jotka voivat olla vain maakuntien ja kuntien omistuksessa ja joiden luovutus edellyttää hallituksen hyväksyntää?”

Ennakkoratkaisukysymyksen tarkastelu

27 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tiedustelee kysymyksellään olennaisin osin, onko esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan a alakohtaa tulkittava siten, että yhtiön osakkeet, jotka voivat olla vain jäsenvaltion maakuntien ja kuntien omistuksessa ja joiden luovutus edellyttää kyseisen yhtiön hallituksen hyväksyntää, kuuluvat tämän direktiivin mukaisen arvopapereiden käsitteen soveltamisalaan.

28 On muistutettava, että vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan unionin oikeuden säännöksen tulkitsemiseksi on otettava huomioon paitsi sen sanamuoto myös asiayhteys ja sillä säännöstöllä tavoitellut päämäärät, jonka osa säännös on (tuomio 29.2.2024, Eesti Vabariik (Põllumajanduse Registrite ja Informatsiooni Amet), C-437/22, EU:C:2024:176, 48 kohta oikeuskäytäntöviittauksineen).

29 Tässä yhteydessä on todettava ensinnäkin, että esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan a alakohdan mukaan kyseisen direktiivin mukaisella arvopapereiden käsitteellä tarkoitetaan ”direktiivin 93/22/ETY 1 artiklan 4 [ala]kohdassa määriteltyjä arvopapereita lukuun ottamatta – – rahamarkkinavälineitä, joiden laina-aika on alle 12 kuukautta.”

30 Direktiivi 93/22 on tosin kumottu MiFID I -direktiivillä, jonka 69 artiklassa säädetään, että ”viittaukset direktiivin 93/22/ETY artikloihin tai niissä annettuihin määritelmiin katsotaan viittauksiksi [MiFID I -direktiivin] artikloihin tai niissä annettuihin vastaaviin määritelmiin”.

31 MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohdan mukaan siirtokelpoisten arvopapereiden käsitteellä tarkoitetaan ”sellaisia arvopaperilajeja maksuvälineitä lukuun ottamatta, jotka ovat vaihdantakelpoisia pääomamarkkinoilla”, kuten kyseisen säännöksen a alakohdassa tarkoitettuja ”yhtiöiden osakkeita ja muita arvopapereita, jotka vastaavat yhtiöiden, henkilöyhtiöiden ja muiden yhteisöjen osakkeita, sekä osaketalletustodistuksia.”

32 Esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan a alakohdan, luettuna yhdessä MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohdan kanssa, mukaan esitedirektiivissä arvopapereiden käsitteellä tarkoitetaan siten ”arvopapereita – –, jotka ovat vaihdantakelpoisia pääomamarkkinoilla”. Kyseisessä säännöksessä ei kuitenkaan tässä yhteydessä täsmennetä, mitä arvopaperien tai pääomamarkkinoiden käsitteillä tarkoitetaan, lukuun ottamatta sitä, etteivät maksuvälineet kuulu näiden käsitteiden soveltamisalaan. MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohtaan sisältyy tosin esimerkkejä kyseisen käsitteen soveltamisalaan kuuluvista arvopapereista, joihin yhtiöiden osakkeet kuuluvat, mutta siinä ei kuitenkaan mainita erityisiä rajoituksia, jotka koskisivat niiden henkilöiden ominaispiirteitä, joiden omistuksessa arvopaperit ovat, tai niiden luovuttamiseen mahdollisesti liittyviä rajoituksia.

33 Kuten julkisasiamies ratkaisuehdotuksensa 59 kohdassa toteaa, MiFID I -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohdan mukaista siirtokelpoisten arvopaperien, jotka ovat vaihdantakelpoisia pääomamarkkinoilla, käsitettä ja esitedirektiivin mukaista arvopapereiden käsitettä on siten tulkittava laajasti niin, että kyseisen käsitteen soveltamisalaan kuuluvat yhtiön osakkeiden kaltaiset arvopaperit edellyttäen, ettei niiden luovutukselle ei ole asetettu rajoituksia, jotka tekevät niiden kaupasta pääomamarkkinoilla eli tällaisten arvopapereiden tarjoajien ja potentiaalisten sijoittajien kesken mahdotonta tai äärimmäisen vaikeaa.

34 Toiseksi tätä tulkintaa tukee asiayhteys, johon esitedirektiivin mukainen arvopapereiden käsite kuuluu.

35 Tässä yhteydessä on muistutettava, että MiFID I -direktiivin 40 artiklan 1 kohdassa edellytetään, että säänneltyjen markkinoiden on laadittava selkeät ja avoimet säännöt rahoitusvälineiden ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi ja että näillä säännöillä on varmistettava, että rahoitusvälineillä, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, voidaan käydä kauppaa hyvää kauppatapaa noudattaen, asianmukaisesti ja tehokkaasti ja, jos kyseessä ovat siirtokelpoiset arvopaperit, ne ovat vapaasti luovutettavissa. Lisäksi esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan d alakohdan mukaan arvopapereiden yleisölle tarjoamisen käsitteellä tarkoitetaan ”missä tahansa muodossa ja minkä tahansa kanavan kautta henkilöille suunnattua viestintää, jossa annetaan riittävät tiedot tarjouksen ehdoista sekä tarjottavista arvopapereista, jotta sijoittaja voi tehdä päätöksen näiden arvopapereiden ostamisesta tai merkitsemisestä”.

36 Näistä säännöksistä käy siis ilmi, että sen lisäksi, että arvopaperit ovat säännellyillä markkinoilla vapaasti luovutettavissa, niitä voidaan tarjota yksinkertaisesti olosuhteissa, jotka mahdollistavat sen, että sijoittaja voi tehdä päätöksen näiden arvopapereiden ostamisesta tai merkitsemisestä. Tästä seuraa, ettei arvopapereiden olennainen ominaispiirre ole niiden rajoittamaton vaihdantakelpoisuus pääomamarkkinoilla vaan se, että tällaisilla arvopapereilla on mahdollista käydä kauppaa arvopapereiden tarjoajien ja potentiaalisten sijoittajien kesken, mutta että tällainen vaihdantakelpoisuus ei kuitenkaan saa olla niin rajoitettua, että kaupankäynnistä tulee mahdotonta tai äärimmäisen vaikeaa.

37 Arvopapereiden käsitteen laaja tulkinta seuraa myös MiFID I -direktiivin ja esitedirektiivin johdanto-osista. MiFID I -direktiivin johdanto-osan toisesta perustelukappaleesta käy yhtäältä ilmi, että kyseisen direktiivin on katettava kaikki sijoittajiin kohdistuva toiminta. Toisaalta esitedirektiivin johdanto-osan 12 perustelukappaleen mukaan sijoittajansuojan varmistamiseksi siinä otetaan käyttöön arvopapereiden käsitteen laaja määritelmä, joka kattaa kaikki säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otetut osakesidonnaiset ja muut kuin osakesidonnaiset arvopaperit.

38 Kolmanneksi tämän tuomion 33 kohdassa esitetty tulkinta on sopusoinnussa MiFID I -direktiivillä ja esitedirektiivillä tavoiteltujen päämäärien kanssa; MiFID I -direktiivin johdanto-osan 44 perustelukappaleen ja esitedirektiivin johdanto-osan 10 perustelukappaleen mukaan päämääränä on sijoittajien suojaaminen ja markkinoiden moitteettoman toiminnan varmistaminen (ks. vastaavasti esitedirektiivin osalta tuomio 3.6.2021, Bankia, C-910/19, EU:C:2021:433, 30 kohta oikeuskäytäntöviittauksineen). Tulkinta, jonka mukaan kyseisten direktiivien mukaisen arvopapereiden käsitteen soveltamisalaan kuuluvat muun muassa yhtiön osakkeet edellyttäen, etteivät niitä koske rajoitukset, jotka tekevät kyseisten arvopapereiden kaupasta arvopapereiden tarjoajien ja potentiaalisten sijoittajien kesken mahdotonta tai

äärimmäisen vaikeaa, tekee mahdolliseksi soveltaa mainituissa direktiiveissä säädettyjä mekanismeja, joilla tuetaan kahden edellä mainitun tavoitteen laaja-alaista toteutumista pääomamarkkinoilla, joissa sijoittajat voivat toimia aktiivisesti.

39 Ennakkoratkaisupyynnöstä ilmenee nyt käsiteltävässä asiassa, että pääasiassa kyseessä olevan yhtiön osakkeet voivat olla vain kyseisen jäsenvaltion maakuntien ja kuntien omistuksessa ja että niiden luovutus edellyttää kyseisen yhtiön hallituksen hyväksyntää. Jollei tarkistuksista, jotka ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen on suoritettava, muuta johdu, ei vaikuta siltä, että tällaisia osakkeita koskisivat rajoitukset, jotka tekisivät niiden kaupasta niiden tarjoajien ja potentiaalisten sijoittajien kesken mahdotonta tai äärimmäisen vaikeaa, koska nämä rajoitukset eivät ole esteenä sille, että osakkeilla voidaan käydä kauppaa merkittävän potentiaalisten sijoittajien joukon kanssa, ja näin on huolimatta siitäkin mahdollisuudesta, ettei tarjous johda kyseisten osakkeiden luovutukseen, sillä näin voi käydä myös silloin, kun tarjotaan yhtiön sellaisia arvopapereita, joiden luovutus ei edellytä yhtiön hallituksen hyväksyntää.

40 Pääasiassa kyseessä oleva tilanne on lisäksi mahdollista erottaa tämän seikan perusteella tilanteesta, josta oli kyse 17.9.2014 annettuun tuomioon Almer Beheer ja Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, 35 ja 36 kohta) johtaneessa asiassa. Asiassa oli näet kyse arvopapereiden myynneistä, jotka olivat hyvin kaukana tavanomaisesta arvopapereita koskevasta kaupankäyntitilanteesta, koska myynnit tapahtuivat pakkomyyntimenettelyssä ja koska pakkomyynneillä ei ollut tarkoitus osallistua taloudelliseen toimintaan arvopaperimarkkinoilla vaan ainoastaan taata ulosmittausta hakeneen velkojan oikeudet.

41 Kun otetaan huomioon ennakkoratkaisupyynnössä olevat tiedot, joiden mukaan pääasian oikeudenkäynnissä on kyse olennaisin osin siitä, sovelletaanko esitedirektiivin 3 artiklan 1 kohdassa säädettyä etukäteistä esitteen julkistamista koskevaa velvollisuutta kehotukseen merkitä yhtiön osakkeita, jotka voivat olla vain jäsenvaltion maakuntien ja kuntien omistuksessa ja joiden luovutus edellyttää kyseisen yhtiön hallituksen hyväksyntää, on – jotta ennakkoratkaisua pyytäneelle tuomioistuimelle voidaan antaa vastaus, joka on kokonaisuudessaan hyödyllinen kyseisen asian ratkaisun kannalta – määritettävä vielä, onko kehotus merkitä tällaisia osakkeita kyseisen 3 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua yleisölle tarjoamista.

42 Esitedirektiivin 3 artiklan 1 kohdan mukaan ”jäsenvaltiot eivät saa sallia, että yleisölle tarjotaan niiden alueella arvopapereita ennen kuin arvopapereista julkistetaan esite”. Kyseisen artiklan 2 kohdan mukaan julkistamisvelvollisuus ei kuitenkaan koske tiettyjä arvopapereiden tarjoustyyppejä, joihin kuuluu kyseisen kohdan a alakohdassa mainittu arvopapereiden tarjoaminen ”yksinomaan kokeneille sijoittajille”.

43 Kuten julkisasiamies ratkaisuehdotuksensa 37 kohdassa totesi, tässä yhteydessä on huomattava ensinnäkin, että arvopapereiden yleisölle tarjoamista koskeva määritelmä – jonka sanamuoto on palautettu mieleen tämän tuomion 35 kohdassa – on muotoiltu laajasti ilman mitään rajoituksia, jotka koskisivat henkilöitä, joille arvopapereita tarjotaan, tai tarjoamisen yhteydessä käytettäviä viestinnän muotoja.

44 Toiseksi on huomattava, että vaikka esitedirektiivin 4 artiklan 1 kohdan d alakohdan mukaan esitteen julkistamisvelvollisuutta ei sovelleta arvopapereiden yleisölle tarjoamiseen, kun tarjous koskee osakkeita, jotka tarjotaan, luovutetaan tai aiotaan luovuttaa korvauksetta nykyisille osakkeenomistajille, vastaavasta poikkeuksesta ei ole säädetty silloin, kun tarjous merkitä yhtiön osakkeita maksua vastaan suunnataan yksinomaan kyseisen yhtiön osakkeenomistajille.

45 Kolmanneksi on korostettava, että esitedirektiivin johdanto-osan 16 perustelukappaleessa todetaan nimenomaisesti, että kyseisessä direktiivissä otetaan huomioon eri sijoittajaryhmien erilaiset suojan tarpeet ja asiantuntemuksen taso, joten siinä ei säädetä esitteen julkistamisvelvollisuudesta, kun kyse on tarjouksesta, joka on suunnattu vain kyseisessä direktiivissä tarkoitetuille kokeneille sijoittajille.

46 Esitedirektiivin 3 artiklan 2 kohdan a alakohdassa, kun sitä luetaan sen johdanto-osan 16 perustelukappaleen valossa, säädetään tällaisesta poikkeuksesta kokeneiden sijoittajien osalta, joihin kyseisen direktiivin 2 artiklan 1 kohdan e alakohdan iii alakohdan mukaan kuuluvat valtakunnalliset ja alueelliset hallintoyksiköt mutta eivät paikalliset julkisyhteisöt.

47 Näin ollen esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan e alakohdan ii alakohta ei koske kuntia, jotka ovat paikallisia julkisyhteisöjä.

48 Jollei tarkistuksista, jotka ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen on suoritettava, muuta johdu, on niin, että koska kunnat eivät kuulu myöskään mihinkään esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan e alakohdassa mainittuun muuhun kokeneiden sijoittajien ryhmään, pääasiassa kyseessä olevan kaltaista arvopapereiden tarjoamista, joka suunnataan sekä jäsenvaltion kunnille että maakunnille, ei voida pitää kyseisen direktiivin 3 artiklan 2 kohdan a alakohdassa tarkoitettuna tarjoamisena ”yksinomaan kokeneille sijoittajille”. Sillä, voidaanko Belgian maakuntia pitää esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan e alakohdan ii alakohdassa tarkoitettuina alueellisina hallintoyksiköinä, ei siten ole merkitystä.

49 Jollei esitedirektiivin 3 artiklan 2 kohdan b–e alakohdassa ja 4 artiklassa tarkoitetuista poikkeuksista, joiden ennakkoratkaisupyynnössä ei ole mainittu olevan sovellettavissa nyt käsiteltävään asiaan, muuta johdu, edellä esitetystä seuraa, että pääasiassa kyseessä olevan kaltaisessa tapauksessa on kyse kyseisen direktiivin 3 artiklan 1 kohdassa tarkoitetusta arvopapereiden yleisölle tarjoamisesta, jota koskee velvollisuus julkistaa etukäteen esite, edellyttäen, etteivät tarjoukseen liittyvät ehdot tee pääomamarkkinoilla kyseisillä arvopapereilla tarjoajien ja potentiaalisten sijoittajien kesken käytävää kauppaa mahdottomaksi tai äärimmäisen vaikeaksi.

50 Kaiken edellä esitetyn perusteella esitettyyn kysymykseen on vastattava, että esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan a alakohtaa on tulkittava siten, että yhtiön osakkeet, jotka voivat olla vain jäsenvaltion maakuntien ja kuntien omistuksessa ja joiden luovutus edellyttää kyseisen yhtiön hallituksen hyväksyntää, kuuluvat kyseisen direktiivin mukaisen arvopapereiden käsitteen soveltamisalaan, joten kehotusta merkitä tällaisia osakkeita koskee mainitun direktiivin 3 artiklan 1 kohdassa säädetty velvollisuus julkistaa etukäteen esite edellyttäen, etteivät tarjoukseen liittyvät ehdot tee pääomamarkkinoilla kyseisillä osakkeilla tarjoajien ja potentiaalisten sijoittajien kesken käytävää kauppaa mahdottomaksi tai äärimmäisen vaikeaksi ja ettei mitään saman direktiivin 3 artiklan 2 kohdassa ja 4 artiklassa säädettyä poikkeusta sovelleta.

Oikeudenkäyntikulut

51 Pääasian asianosaisten osalta asian käsittely unionin tuomioistuimessa on välivaihe kansallisessa tuomioistuimessa vireillä olevan asian käsittelyssä, minkä vuoksi kansallisen tuomioistuimen asiana on päättää oikeudenkäyntikulujen korvaamisesta. Oikeudenkäyntikuluja, jotka ovat aiheutuneet muille kuin näille asianosaisille huomautusten esittämisestä unionin tuomioistuimelle, ei voida määrätä korvattaviksi.

Näillä perusteilla unionin tuomioistuin (neljäs jaosto) on ratkaissut asian seuraavasti:

Arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 4.11.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY, sellaisena kuin se on muutettuna 11.3.2008 annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2008/11/EY, 2 artiklan 1 kohdan a alakohtaa

on tulkittava siten, että

yhtiön osakkeet, jotka voivat olla vain jäsenvaltion maakuntien ja kuntien omistuksessa ja joiden luovutus edellyttää kyseisen yhtiön hallituksen hyväksyntää, kuuluvat direktiivin 2003/71, sellaisena kuin se on muutettuna direktiivillä 2008/11, mukaisen arvopapereiden käsitteen soveltamisalaan, joten kehotusta merkitä tällaisia osakkeita koskee direktiivin 2003/71, sellaisena kuin se on muutettuna direktiivillä 2008/11, 3 artiklan 1 kohdassa säädetty velvollisuus julkistaa etukäteen esite edellyttäen, etteivät tarjoukseen liittyvät ehdot tee pääomamarkkinoilla kyseisillä osakkeilla tarjoajien ja potentiaalisten sijoittajien kesken käytävää kauppaa mahdottomaksi tai äärimmäisen vaikeaksi ja ettei mitään direktiivin 2003/71, sellaisena kuin se on muutettuna direktiivillä 2008/11, 3 artiklan 2 kohdassa ja 4 artiklassa vahvistettua poikkeusta sovelleta.

Allekirjoitukset