Zbirka odločb sodne prakse

SODBA SODIŠČA (četrti senat)

z dne 9. januarja 2025*

„Predhodno odločanje – Direktiva 2003/71/ES – Prospekt, ki se objavi ob javni ponudbi ali ob sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje – Člen 2(1)(a) – Pojem ‚vrednostni papirji' – Člen 3 – Dolžnost objave prospekta – Vrednostni papirji, s katerimi se lahko trguje na kapitalskih trgih – Delnice holdinške družbe, katerih imetniki so lahko le nekateri teritorialni upravni organi države članice – Prenos delnic, za katerega je potrebna odobritev upravnega odbora holdinške družbe"

V zadevi C-627/23,

katere predmet je predlog za sprejetje predhodne odločbe na podlagi člena 267 PDEU, ki ga je vložilo Cour de cassation (kasacijsko sodišče, Belgija) z odločbo z dne 29. septembra 2023, ki je na Sodišče prispela 13. oktobra 2023, v postopku

Commune de Schaerbeek,

Commune de Linkebeek

proti

Holding Communal SA,

SODIŠČE (četrti senat),

v sestavi C. Lycourgos, predsednik tretjega senata v funkciji predsednika četrtega senata, S. Rodin (poročevalec), sodnik, in O. Spineanu-Matei, sodnica,

generalni pravobranilec: J. Richard de la Tour,

sodni tajnik: A. Calot Escobar,

na podlagi pisnega postopka,

ob upoštevanju stališč, ki so jih predložili:

– za Commune de Schaerbeek in Commune de Linkebeek M. Grégoire, avocate,

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

* Jezik postopka: francoščina.

– za Evropsko komisijo C. Auvret in P. A. Messina, agenta,

po predstavitvi sklepnih predlogov generalnega pravobranilca na obravnavi 5. septembra 2024

izreka naslednjo

Sodbo

1 Predlog za sprejetje predhodne odločbe se nanaša na razlago člena 2(1)(a) 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 2008, L 76, str. 37) (v nadaljevanju: Direktiva o prospektu).

2 Ta predlog je bil vložen v okviru spora med Commune de Schaerbeek in Commune de Linkebeek (občini Schaerbeek in Linkebeek, Belgija) ter družbo Holding Communal SA glede zakonitosti vpisa povečanja kapitala družbe Holding Communal s strani teh občin brez predhodne objave prospekta.

Pravni okvir

Pravo Unije

Direktiva o prospektu

3 Direktiva o prospektu je bila z učinkom od 21. julija 2019 razveljavljena z Uredbo (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu (UL 2017, L 168, str. 12). Vendar se glede na čas dejanskega stanja spora o glavni stvari za ta spor še naprej uporabljajo določbe te direktive.

4 V uvodnih izjavah 10, 12 in 16 navedene direktive je bilo 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.

[…]

(12) Za varstvo vlagateljev je potrebno popolno zajetje lastniških in nelastniških vrednostnih papirjev, ki se ponudijo javnosti ali sprejmejo v trgovanje na organiziranem trgu, kakor je opredeljeno z Direktivo Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev [UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 2, str. 43], in ne samo vrednostnih papirjev, ki so bili sprejeti v uradno kotacijo. Široka opredelitev vrednostnih papirjev v tej direktivi, ki vključuje nakupne bone in pokrite

vrednostne papirje z upravičenjem ter certifikate, velja samo za to direktivo in zato na noben način na vpliva na različne opredelitve finančnih instrumentov, ki se uporabljajo v nacionalni zakonodaji za druge namene, kot je npr. obdavčitev. […]

[…]

(16) Eden od ciljev te direktive je zaščititi investitorje [vlagatelje]. Zato je primerno upoštevati različne zahteve za varstvo različnih kategorij investitorjev [vlagateljev] in njihovo raven strokovnega znanja in izkušenj. Razkritje, ki ga omogoča prospekt, ni potrebno za ponudbe, ki so omejene na dobro poučene investitorje. Nasprotno pa je za nadaljnjo javno prodajo ali javno trgovanje preko sprejetja v trgovanje na organiziranem trgu potrebna objava prospekta.“

5 Člen 1(2)(b) in (d) iste direktive je določal:

„Ta direktiva se ne uporablja za:

[…]

(b) nelastniške vrednostne papirje, ki jih izda[jo] država članica ali regionalna ali lokalna oblast države članice, javne mednarodne organizacije, katerih članica je ena ali več držav članic, Evropska centralna banka ali centralne banke držav članic;

[…]

(d) vrednostne papirje, za katere brezpogojno in nepreklicno jamči država članica ali regionalna ali lokalna oblast države članice“.

6 Člen 2(1)(a), (b), (d), (e) in (f) Direktive o prospektu je določal:

„Za namene te direktive se uporabljajo naslednje opredelitve:

(a) ‚vrednostni papirji‘ pomeni prenosljivi vrednostni papirji, kakor je opredeljeno v členu [1, točka 4,] Direktive 93/22/EGS, razen instrumentov denarnega trga, kakor je opredeljeno v členu 1[, točka5] [te direktive], z dospelostjo manj kot 12 mesecev. Za te instrumente se lahko uporablja nacionalna zakonodaja;

(b) ‚lastniški vrednostni papirji‘ pomeni delnice in druge prenosljive vrednostne papirje, enakovredne delnicam v podjetjih, ter vse druge vrste prenosljivih vrednostnih papirjev, ki dajejo pravico do pridobitve katerih koli zgoraj navedenih vrednostnih papirjev, kot posledica zamenjave ali uresničevanja pravice, ki jim je bila dodeljena, pod pogojem, da vrednostne papirje slednje vrste izda izdajatelj osnovnih delnic ali subjekt, ki spada v skupino navedenega izdajatelja;

[…]

(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. Ta opredelitev se uporablja tudi za prodajo vrednostnih papirjev preko finančnih posrednikov;

(e) ‚dobro poučeni investitorji [vlagatelji]‘ pomeni:
(i) pravne osebe, ki so pooblaščene ali organizirane za delovanje na finančnih trgih […];
(ii) nacionalne in regionalne vlade […];
(iii) druge pravne osebe, ki ne izpolnjujejo dveh od treh meril, določenih v odstavku (f);
(iv) nekatere fizične osebe: […];
(v) nekatera mala in srednje velika podjetja [MSP]: ob upoštevanju vzajemnega priznavanja država članica lahko dovoli malim in srednje velikim podjetjem, ki imajo registrirani sedež v navedeni državi članici in ki izrecno prosijo, da se štejejo kot vlagatelji, ki izpolnjujejo pogoje;

(f) ‚mala in srednja podjetja‘ pomeni gospodarske družbe, ki glede na njihov zadnji letni računovodski izkaz ali konsolidirani računovodski izkaz izpolnjujejo najmanj dve od naslednjih treh meril: povprečno število zaposlenih v poslovnem letu je manj kot 250, celotna bilanca stanja ne presega 43 000 000 EUR in letni čisti prihodek ne presega 50 000 000 EUR“.

7 Člen 3(1) in (2) Direktive o prospektu je določal:

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

2. Dolžnost objave prospekta ne velja za naslednje vrste ponudb:

(a) ponudbo vrednostnih papirjev, naslovljeno samo na dobro poučene investitorje [vlagatelje]; in/ali

(b) ponudbo vrednostnih papirjev, naslovljeno na manj kot 100 fizičnih ali pravnih oseb na državo članico, razen vlagateljev, ki izpolnjujejo pogoje; in/ali

(c) ponudbo vrednostnih papirjev, naslovljeno na vlagatelje, ki kupijo vrednostne papirje za najmanjši znesek najmanj 50000 EUR na investitorja, za vsako ločeno ponudbo; in/ali

(d) ponudbo vrednostnih papirjev, katerih nominalna vrednost na enoto je najmanj 50000 EUR; in/ali

(e) ponudbo vrednostnih papirjev s celotno vrednostjo manj kot 100000 EUR, katere omejitev se izračuna za obdobje 12 mesecev.

[…]“

8 Člen 4(1)(d) te direktive je določal:

„Dolžnost objave prospekta ne velja za sprejem naslednjih vrst vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu:

[…]

(d) delnice, ponujene, dodeljene ali bodo dodeljene obstoječim delničarjem brezplačno, in dividende, izplačane v obliki delnic istega razreda kot delnice, v zvezi s katerimi se take dividende plačujejo, pod pogojem, da je na voljo dokument, ki vsebuje informacije o številu in lastnostih delnic in vzroki in podrobnosti ponudbe“.

Direktiva MiFID I

9 Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 7, str. 263) (v nadaljevanju: Direktiva MiFID I), kakor je bila spremenjena z Direktivo 2006/31/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 5. aprila 2006 (UL 2006, L 114, str. 60), je bila z učinkom od 3. januarja 2018 razveljavljena z Direktivo 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL 2014, L 173, str. 349), kakor je bila spremenjena z Direktivo (EU) 2016/1034 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. junija 2016 (UL 2016, L 175, str. 8). Vendar se glede na čas dejanskega stanja spora o glavni stvari za ta spor še naprej uporabljajo določbe Direktive MiFID I.

10 V uvodnih izjavah 2 in 44 te direktive je bilo navedeno:

„(2) V zadnjih letih postaja več vlagateljev aktivnih na finančnih trgih in na voljo imajo še bolj kompleksno široko paleto storitev in instrumentov. Glede na ta razvoj bi moral zakonodajni okvir Skupnosti zajemati celotno paleto dejavnosti v zvezi z investiranjem. S tem namenom je treba zagotoviti potrebno stopnjo uskladitve, da bi lahko vlagateljem ponudili visoko raven zaščite in investicijskim podjetjem omogočili opravljanje storitev v vsej Skupnosti, ki je enotni trg, na podlagi nadzora, ki ga opravlja matična država. Glede na zgoraj navedeno bi morali Direktivo 93/22/EGS nadomestiti z novo direktivo.

[…]

(44) Ob dvojnem cilju zaščititi vlagatelje in zagotoviti nemoteno delovanje trgov vrednostnih papirjev je treba zagotoviti, da se doseže preglednost transakcij in da se pravila, določena za ta namen, uporabljajo za investicijska podjetja, kadar delujejo na trgih. […]“

11 Člen 4(1), točka 18, Direktive MiFID I je določal:

„Za namene te direktive se uporabljajo naslednje opredelitve:

[…]

(18) ‚prenosljivi vrednostni papirji‘ so tisti razredi vrednostnih papirjev, ki se lahko tržijo [s katerimi se lahko trguje] na trgu kapitala, razen plačilnih instrumentov, kot so:
(a) delnice družb in drugi vrednostni papirji, enakovredni delnicam ali deležem v družbah, osebnih družbah ali drugih subjektih[,] ter delniški certifikati;

[…]“

12 Člen 40(1) te direktive je določal:

„Države članice od reguliranih [organiziranih] trgov zahtevajo, da imajo jasna in pregledna pravila glede sprejemanja finančnih instrumentov v trgovanje.

Ta pravila morajo zagotavljati, da je s katerimi koli finančnimi instrumenti, sprejetimi v trgovanje na reguliranem [organiziranem] trgu, mogoče trgovati na pošten, pravilen in učinkovit način ter, v primeru prenosljivih vrednostnih papirjev, da so prosto prenosljivi.“

13 Člen 69 navedene direktive je določal:

„Direktiva 93/22/EGS se razveljavi z učinkom od 1. novembra 2007 dalje. Sklicevanja na Direktivo 93/22/EGS se štejejo za sklicevanja na to direktivo. Sklicevanja na pogoje [pojme] ali člene iz Direktive 93/22/EGS se štejejo za sklicevanja na ustrezne pogoje [pojme], opredeljene v tej direktivi, ali člene te direktive.“

Belgijsko pravo

14 Z 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 (zakon z dne 16. junija 2006 o javnih ponudbah investicijskih instrumentov in sprejemu investicijskih instrumentov v trgovanje na organiziranih trgih) (*Moniteur belge* z dne 21. junija 2006, str. 31352) je bila med drugim v belgijsko pravo prenesena Direktiva o prospektu. V skladu s členom 5(1), točka 1, tega zakona „vrednostni papirji“ pomenijo „vse kategorije investicijskih instrumentov, s katerimi se lahko trguje na kapitalskem trgu (razen plačilnih instrumentov), kot so […] delnice družb in drugi investicijski instrumenti, enakovredni delnicam ali deležem v družbah, osebnih družbah ali drugih subjektih, vključno z investicijskimi instrumenti, ki jih izdajo kolektivni naložbeni podjemi, ustanovljeni na podlagi pogodbenega ali investicijskega prava, in ki pomenijo pravico imetnikov do udeležbe v sredstvih takšnega podjema, ter delniški certifikati“.

Spor o glavni stvari in vprašanje za predhodno odločanje

15 Družba Holding Communal je bila prvotno ustanovljena 24. novembra 1860, in sicer pod imenom „Crédit communal de Belgique“, za financiranje naložb lokalnih oblasti v Belgiji. Njeni delničarji so belgijske občine in pokrajine, med katerimi sta tudi občini Schaerbeek in Linkebeek.

16 Leta 1996 se je družba Crédit communal de Belgique združila z družbo Crédit local de France in nastala je družba Dexia Group. Leta 1998 se je družba Crédit Communal de Belgique preoblikovala v holdinško družbo in prevzela sedanje ime Holding Communal. Ta ima med drugim pomemben delež v družbi Dexia SA.

17 Družba Holding Communal je v povezavi s finančno krizo leta 2008 sodelovala pri povečanju kapitala družbe Dexia SA v višini 500 milijonov EUR. Da bi družba Holding Communal lahko plačala ta vpis in po tem, ko poleti 2009 ni uspela pridobiti posojila, se je upravni odbor te družbe odločil, da se bo obrnil na delničarje, zlasti s predlogom za povečanje kapitala z denarnimi vložki, kar bi pomenilo izdajo „zbirnih prednostnih delnic A“.

18 Septembra 2009 je bil organiziran informativni sestanek, na katerem so bile delničarjem posredovane informacije. Poleg tega je bil časovni razpored povečanja kapitala prilagojen zaradi upoštevanja postopka odločanja, značilnega za občine in pokrajine.

19 Delničarji družbe Holding Communal so 30. septembra 2009 na skupščini delničarjev te družbe to povečanje kapitala odobrili. V zvezi z navedenim povečanjem kapitala so se ti delničarji odločili, da bo vpis potekal v dveh krogih. Občina Schaerbeek je tej družbi v prvem krogu vpisala 8.161.689,60 EUR, v drugem krogu pa 1.359.011,84 EUR. Vpis občine Linkebeek je znašal 53.575,68 EUR v vsakem od obeh krogov.

20 Izredna skupščina delničarjev družbe Holding Communal je 7. decembra 2011 sprejela sklep o prenehanju in likvidaciji družbe. Ker presežka iz likvidacije ni bilo mogoče razdeliti, so delničarji izgubili vse svoje vpise, in sicer tako tiste, ki so jih odobrili pred povečanjem kapitala, kot tiste, ki so bili vpisani 30. septembra 2009 in ki so bili plačani.

21 Občini Schaerbeek in Linkebeek sta pri tribunal de commerce francophone de Bruxelles (gospodarsko sodišče v Bruslju za postopke v francoščini, Belgija) zoper družbo Holding Communal vložili tožbo za razveljavitev svojih vpisov v zadevno povečanje kapitala zaradi kršitve zakona z dne 16. junija 2006. Trdili sta, da bi bilo treba v skladu s tem zakonom pred vabilom delničarjem k vpisu povečanja kapitala objaviti prospekt.

22 To sodišče je menilo, da tako kot Direktiva o prospektu tudi navedeni zakon ponudbo vrednostnih papirjev ureja le, če se s takimi vrednostnimi papirji trguje na kapitalskem trgu, kar pa ne velja za delnice družbe Holding Communal.

23 Cour d'appel de Bruxelles (višje sodišče v Bruslju, Belgija) je to odločbo potrdilo s sodbo z dne 12. aprila 2022. To sodišče je med drugim razsodilo, da so delnice, izdane v zameno za denarne vložke, vrednostni papirji, s katerimi ni mogoče trgovati na kapitalskem trgu, saj so bili njihovi imetniki lahko le občinski in pokrajinski organi, njihov prenos pa je bil pogojen z odobritvijo upravnega odbora.

24 Občini Schaerbeek in Linkebeek sta zoper to sodbo vložili kasacijsko pritožbo pri Cour de cassation (kasacijsko sodišče, Belgija), ki je predložitveno sodišče, pri čemer sta trdili, da vrednostni papirji, katerih ponudba osebam mora biti izvedena s predhodno objavo prospekta, brez omejitve zajemajo „delnice družb“, ne glede na to, ali za prenos teh delnic veljajo omejitve, kot je nujnost odobritve upravnega odbora, oziroma ali zadevne osebe spadajo v posebno kategorijo, kot so občinski ali pokrajinski organi.

25 To sodišče v zvezi s tem poudarja, da je odločitev o tej pritožbi odvisna od razlage pojma „vrednostni papirji“ iz člena 2(1)(a) Direktive o prospektu.

26 V teh okoliščinah je Cour de cassation (kasacijsko sodišče) prekinilo odločanje in Sodišču v predhodno odločanje predložilo to vprašanje:

„Ali je treba člen 2(1)(a) Direktive [o prospektu], ki se sklicuje na člen 4(1), točka 18, Direktive [MiFID I], razlagati tako, da pojem vrednostnih papirjev, s katerimi se lahko trguje na kapitalskem trgu, vključuje delnice holdinga, katerih imetnice so lahko le pokrajine in občine ter katerih prenos mora odobriti upravni odbor?“

Vprašanje za predhodno odločanje

27 Predložitveno sodišče z vprašanjem v bistvu sprašuje, ali je treba člen 2(1)(a) Direktive o prospektu razlagati tako, da delnice družbe, katerih imetnice so lahko le pokrajine in občine države članice ter katerih prenos je pogojen z odobritvijo upravnega odbora te družbe, spadajo pod pojem „vrednostni papirji“ v smislu te direktive.

28 Opozoriti je treba, da je treba v skladu z ustaljeno sodno prakso pri razlagi določbe prava Unije upoštevati ne le njeno besedilo, ampak tudi njen kontekst in cilje, ki jim sledi ureditev, katere del je (sodba z dne 29. februarja 2024, Eesti Vabariik (Põllumajanduse Registrite ja Informatsiooni Amet), C-437/22, EU:C:2024:176, točka 48 in navedena sodna praksa).

29 V zvezi s tem je treba poudariti, prvič, da so v skladu z besedilom člena 2(1)(a) Direktive o prospektu v pojem „vrednostni papirji“ v smislu te direktive vključeni „prenosljivi vrednostni papirji, kakor je opredeljeno v členu 1[, točka 4,] Direktive 93/22/EGS, razen instrumentov denarnega trga […], z dospelostjo manj kot 12 mesecev“.

30 Čeprav je bila Direktiva 93/22 razveljavljena z Direktivo MiFID I, zadnjenavedena v členu 69 določa, da se „[s]klicevanja na pogoje [pojme], opredeljene v Direktivi 93/22/EGS, ali člene [te] direktive, […] štejejo za sklicevanja na ustrezne pogoje [pojme], opredeljene v […] [Direktivi MiFID I] ali člen[u] te direktive“.

31 V skladu s členom 4(1), točka 18, Direktive MiFID I pa pod pojem „prenosljivi vrednostni papirji“ spadajo „razredi vrednostnih papirjev, ki se lahko tržijo [s katerimi se lahko trguje] na trgu kapitala, razen plačilnih instrumentov“, kot so „delnice družb in drugi vrednostni papirji, enakovredni delnicam ali deležem v družbah, osebnih družbah ali drugih subjektih[,] ter delniški certifikati“ iz točke (a) te določbe.

32 Tako v skladu s členom 2(1)(a) Direktive o prospektu v povezavi s členom 4(1), točka 18, Direktive MiFID I pojem „vrednostni papirji“ v smislu Direktive o prospektu označuje „vrednostne papirje, ki se lahko tržijo [s katerimi se lahko trguje] na trgu kapitala“. V zvezi s tem v tej določbi ni pojasnjen pomen pojmov „vrednostni papirji, ki se lahko tržijo [s katerimi se lahko trguje]“ in „trg kapitala“, z izjemo pojasnila, da plačilni instrumenti ne spadajo v ta pojem. Člen 4(1), točka 18, Direktive MiFID I sicer res vsebuje primere vrednostnih papirjev, ki so zajeti s tem pojmom, med katerimi so delnice družb, ne da bi bile navedene posebne omejitve glede značilnosti oseb, ki posedujejo te vrednostne papirje, ali glede morebitnih omejitev njihovega prenosa.

33 Zato je treba izraz „vrednostni papirji, ki se lahko tržijo [s katerimi se lahko trguje] na trgu kapitala“ v smislu člena 4(1), točka 18, Direktive MiFID I in s tem pojem „vrednostni papirji“ v smislu Direktive o prospektu razlagati široko, kot je generalni pravobranilec navedel v točki 59 sklepnih predlogov, tako da so s tem pojmom zajeti vrednostni papirji, kot so delnice družb, če za njihov prenos ne veljajo omejitve, zaradi katerih bi bilo trgovanje z njimi na kapitalskem trgu, in sicer med ponudniki takih vrednostnih papirjev in potencialnimi vlagatelji, onemogočeno ali izjemno oteženo.

34 Drugič, to razlago potrjuje kontekst, v katerega je umeščen pojem „vrednostni papirji“ v smislu Direktive o prospektu.

35 V zvezi s tem je treba opozoriti, da člen 40(1) Direktive MiFID I zahteva, da organizirani trgi določijo jasna in pregledna pravila glede sprejemanja finančnih instrumentov v trgovanje, ki zagotavljajo, da je s katerimi koli finančnimi instrumenti, sprejetimi v trgovanje na organiziranem trgu, mogoče trgovati na pošten, pravilen in učinkovit način ter da je, kar zadeva vrednostne papirje, z njimi mogoče prosto trgovati. Poleg tega je v členu 2(1)(d) Direktive o prospektu pojem „javna ponudba vrednostnih papirjev“ opredeljen kot „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 ali vpis teh vrednostnih papirjev“.

36 Tako je iz teh določb razvidno, da se lahko z vrednostnimi papirji ne le prosto trguje na organiziranih trgih, ampak jih je mogoče zgolj ponuditi pod pogoji, ki vlagatelju omogočajo, da se odloči za nakup ali vpis vrednostnih papirjev. Iz tega izhaja, da bistvena značilnost vrednostnih papirjev ni možnost trgovanja brez omejitev na kapitalskem trgu, ampak možnost trgovanja s takimi vrednostnimi papirji med ponudniki vrednostnih papirjev in potencialnimi vlagatelji, pri čemer taka možnost trgovanja ne sme biti tako omejena, da bi bila nemogoča ali izjemno otežena.

37 Široka razlaga pojma „vrednostni papirji“ izhaja tudi iz uvodnih izjav Direktive MiFID I in Direktive o prospektu. Po eni strani je namreč iz uvodne izjave 2 Direktive MiFID I razvidno, da mora ta direktiva zajemati celotno paleto dejavnosti v zvezi z investiranjem. Po drugi strani v skladu z uvodno izjavo 12 Direktive o prospektu ta za zagotovitev varstva vlagateljev sprejema široko opredelitev pojma „vrednostni papirji“ ter zajema vse lastniške vrednostne papirje in nelastniške vrednostne papirje, ki se ponudijo javnosti ali sprejmejo v trgovanje na organiziranih trgih.

38 Tretjič, razlaga iz točke 33 te sodbe je v skladu s cilji Direktive MiFID I in Direktive o prospektu, ki sta v skladu z uvodno izjavo 44 prvonavedene direktive in uvodno izjavo 10 drugonavedene direktive varstvo vlagateljev in zagotavljanje nemotenega delovanja trgov (kar zadeva Direktivo o prospektu, glej v tem smislu sodbo z dne 3. junija 2021, Bankia, C-910/19, EU:C:2021:433, točka 30 in navedena sodna praksa). Razlaga, v skladu s katero pojem „vrednostni papirji“ v smislu teh direktiv zajema zlasti delnice družb, če zanje ne veljajo omejitve, zaradi katerih bi bilo trgovanje med ponudniki vrednostnih papirjev in potencialnimi vlagatelji nemogoče ali izjemno oteženo, namreč omogoča uporabo mehanizmov, ki so določeni v navedenih direktivah in ki prispevajo k uresničitvi obeh zgoraj navedenih ciljev v velikem obsegu na kapitalskih trgih, na katerih so vlagatelji lahko dejavni.

39 V obravnavanem primeru je iz predložitvene odločbe razvidno, da so lahko imetnice delnic družbe iz postopka v glavni stvari le pokrajine in občine zadevne države članice in da je njihov prenos pogojen z odobritvijo upravnega odbora te družbe. Zdi se, kar mora preveriti predložitveno sodišče, da za take delnice ne veljajo omejitve, zaradi katerih bi bilo trgovanje med ponudniki vrednostnih papirjev in vlagatelji onemogočeno ali izjemno oteženo, saj te omejitve ne preprečujejo, da bi se s temi delnicami trgovalo z nezanemarljivim številom potencialnih vlagateljev, in to kljub možnosti, da ponudba ne privede do prenosa zadevnih delnic, do česar lahko pride tudi v primeru ponudb v zvezi z vrednostnimi papirji družbe, katerih prenos ni pogojen z odobritvijo njenega upravnega odbora.

40 Ta preudarek poleg tega omogoča razlikovanje med položajem iz postopka v glavni stvari in položajem v zadevi, v kateri je bila izdana sodba z dne 17. septembra 2014, Almer Beheer in Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, točki 35 in 36). V tej zadevi je šlo namreč za prodajo vrednostnih papirjev, ki je bila, ker je bila opravljena v okviru prisilne prodaje, zelo oddaljena od običajnih položajev trgovanja s takimi vrednostnimi papirji, ker ni bila namenjena sodelovanju pri gospodarski dejavnosti na trgu teh vrednostnih papirjev, temveč je bila omejena na izpolnitev pravic upnika, ki je zahteval prodajo.

41 Glede na navedbe v predlogu za sprejetje predhodne odločbe, v skladu s katerimi se spor o glavni stvari v bistvu nanaša na vprašanje, ali za vabilo k vpisu delnic družbe, katerih imetnice so lahko le pokrajine in občine države članice ter katerih prenos je pogojen z odobritvijo upravnega odbora te družbe, velja obveznost predhodne objave prospekta iz člena 3(1) Direktive o prospektu, je treba, da bi se predložitvenemu sodišču dal odgovor, ki bi bil v celoti koristen za rešitev tega spora, še ugotoviti, ali vabilo k vpisu takih delnic pomeni „javno“ ponudbo v smislu tega člena 3(1).

42 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“. Vendar v skladu z odstavkom 2 tega člena ta obveznost ne velja za nekatere vrste ponudb vrednostnih papirjev, med katerimi je tudi ponudba vrednostnih papirjev, navedena v točki (a) tega odstavka, med katere spadajo vse ponudbe vrednostnih papirjev, „naslovljen[e] izključno na dobro poučene investitorje [vlagatelje]“.

43 V zvezi s tem je treba poudariti, prvič, kot je to storil generalni pravobranilec v točki 37 sklepnih predlogov, da je opredelitev pojma „javna ponudba vrednostnih papirjev“, katere besedilo je navedeno v točki 35 te sodbe, oblikovana široko, brez omejitev glede oseb, na katere se taka ponudba nanaša, ali podrobnih pravil glede oblik posredovanja te ponudbe.

44 Drugič, medtem ko v skladu s členom 4(1)(d) Direktive o prospektu dolžnost objave prospekta ne velja za javne ponudbe delnic, ki so ponujene, dodeljene ali bodo dodeljene obstoječim delničarjem brezplačno, pa taka izjema ni določena, če je ponudba za vpis delnic družbe proti plačilu naslovljena le na delničarje te družbe.

45 Tretjič, poudariti je treba, da je v uvodni izjavi 16 Direktive o prospektu izrecno navedeno, da ta direktiva upošteva različne zahteve za varstvo različnih kategorij vlagateljev ter njihovo raven strokovnega znanja in izkušenj in tako ne določa obveznosti objave prospekta v primeru ponudbe, omejene na dobro poučene vlagatelje v smislu te direktive.

46 Člen 3(2)(a) Direktive o prospektu v povezavi s to uvodno izjavo 16 določa tako odstopanje za take vlagatelje, ki v skladu s členom 2(1)(e)(ii) te direktive med drugim vključujejo nacionalne in regionalne vlade, ne pa lokalnih organov.

47 Zato se člen 2(1)(e)(ii) Direktive o prospektu ne nanaša na občine, ki so lokalni organi.

48 Ker občine prav tako ne spadajo – kar mora preveriti predložitveno sodišče – v drugo kategorijo „dobro poučenih investitorjev [vlagateljev]“ iz člena 2(1)(e) Direktive o prospektu, ni mogoče šteti, da je ponudba vrednostnih papirjev, kakršna je ta v postopku v glavni stvari, ki je naslovljena tako na občine kot na pokrajine države članice, naslovljena „izključno na dobro poučene investitorje [vlagatelje]“ v smislu člena 3(2)(a) te direktive. V teh okoliščinah ni pomembno, ali so belgijske pokrajine lahko „regionalne vlade“ v smislu člena 2(1)(e)(ii) Direktive o prospektu ali ne.

49 Iz tega – ob upoštevanju izjem iz člena 3(2), od (b) do (e), Direktive o prospektu in člena 4 te direktive, morebitna uporaba katerih v obravnavanem primeru ni omenjena v predložitveni odločbi – izhaja, da v primeru, kakršen je ta v postopku v glavni stvari, obstaja „javna ponudba vrednostnih papirjev“ v smislu člena 3(1) te direktive, za katero velja dolžnost predhodne objave prospekta, če pogoji ponudbe ne onemogočajo ali izjemno otežujejo možnosti trgovanja z zadevnimi vrednostnimi papirji na kapitalskem trgu med ponudniki in potencialnimi vlagatelji.

50 Glede na vse zgoraj navedene ugotovitve je treba na postavljeno vprašanje odgovoriti, da je treba člen 2(1)(a) Direktive o prospektu razlagati tako, da delnice družbe, katerih imetnice so lahko le pokrajine in občine države članice ter katerih prenos je pogojen z odobritvijo upravnega odbora te družbe, spadajo pod pojem „vrednostni papirji“ v smislu te direktive, tako da za vabilo k vpisu takih delnic velja dolžnost predhodne objave prospekta iz člena 3(1) navedene direktive, če pogoji

ponudbe ne onemogočajo ali izredno otežujejo trgovanja s temi delnicami na kapitalskem trgu med ponudniki in potencialnimi vlagatelji ter če se ne uporablja nobena od izjem iz člena 3(2) in člena 4 iste direktive.

Stroški

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

Iz teh razlogov je Sodišče (četrti senat) razsodilo:

Člen 2(1)(a) 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, kakor je bila spremenjena z Direktivo 2008/11/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 11. marca 2008,

je treba razlagati tako, da

delnice družbe, katerih imetnice so lahko le pokrajine in občine države članice ter katerih prenos je pogojen z odobritvijo upravnega odbora te družbe, spadajo pod pojem „vrednostni papirji“ v smislu Direktive 2003/71, kakor je bila spremenjena z Direktivo 2008/11, tako da za vabilo k vpisu takih delnic velja dolžnost predhodne objave prospekta iz člena 3(1) Direktive 2003/71, kakor je bila spremenjena z Direktivo 2008/11, če pogoji ponudbe ne onemogočajo ali izredno otežujejo trgovanja s temi delnicami na kapitalskem trgu med ponudniki in potencialnimi vlagatelji ter če se ne uporablja nobena od izjem iz člena 3(2) in člena 4 Direktive 2003/71, kakor je bila spremenjena z Direktivo 2008/11.

Podpisi