Zbirka odločb sodne prakse

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNE PRAVOBRANILKE
ELEANOR SHARPSTON,
predstavljeni 19. junija 2014[1]

Zadeva C-441/12

Almer Beheer BV
in
Daedalus Holding BV
proti
Van den Dungen Vastgoed BV
in
Oosterhout II BVBA
(Predlog za sprejetje predhodne odločbe,

ki ga je vložilo Hoge Raad der Nederlanden (Nizozemska))

„Pravo družb — Direktiva 2003/71/ES — Dolžnost objave prospekta, če so vrednostni papirji ponujeni v prodajo javnosti — Področje uporabe — Prisilna prodaja in prenos vrednostnih papirjev, ki ju odredi sodišče — Celotna vrednost ponudbe“

1. V skladu z Direktivo o prospektih[2] države članice na svojih ozemljih ne smejo dovoliti nobene javne ponudbe vrednostnih papirjev brez predhodne objave prospekta.

2. Namen te direktive je, kot je navedeno v njenih uvodnih izjavah, zlasti dvojen: zagotoviti učinkovitost na enotnem trgu vrednostnih papirjev in zaščititi vlagatelje.

3. Pojem vrednostnih papirjev, ki so ponujeni javnosti, je opredeljen široko, vendar obstaja vrsta izjem glede področja uporabe Direktive o prospektih in področja uporabe dolžnosti objave prospekta. Izjeme se med drugim uporabijo, če je celotna vrednost ponudbe pod določenim pragom.

4. Postopek v glavni stvari se nanaša na položaj, v katerem je – shematsko predstavljeno (podrobnejša dejstva so bolj zapletena) – družba A, ki je dolžnica družbe B, imetnica delnic družbe C. Te delnice so bile na pobudo družbe B zasežene, sodišče pa je zaradi poplačila dela dolga odredilo njihovo prodajo na dražbi po sodnem izvršitelju. Znesek, ki ga je treba zbrati, je v sklepu sodišča omejen na določen znesek, zvišan za znesek, ki je potreben za pokritje stroškov postopka, zasega in prodaje.

5. Hoge Raad der Nederlanden (nizozemsko vrhovno sodišče, v nadaljevanju: Hoge Raad) želi v takih okoliščinah vedeti, prvič, ali je opredelitev vrednostnih papirjev, ki so ponujeni javnosti, v Direktivi o prospektih dovolj široka, da pokriva prisilno prodajo, za kakršno gre v tej zadevi, in drugič, kako je treba določiti celotno vrednost ponudbe.

1 — Jezik izvirnika: angleščina.

2 — Direktiva 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.

6. Menim, da je iz razlogov, ki jih bom pojasnila, bolje najprej preučiti drugo vprašanje, na podlagi česar bom ugotovila, da je prodaja iz postopka v glavni stvari zaradi premajhne vrednosti (zelo verjetno) tako ali tako izrecno izključena s področja uporabe Direktive o prospektih, tako da ni treba odgovoriti na prvo vprašanje. Vendar menim, da so, tudi če ne bi šlo za tak primer, okoliščine take prodaje takšne, da ne bi bilo treba šteti, da se zanjo zahteva objava prospekta na podlagi te direktive.

Zakonodaja

Pravo Evropske unije (Unije)

7. Naslov člena 1 Direktive o prospektih je „Namen in področje uporabe“.

8. V skladu s členom 1(1) je namen „uskladiti zahteve za pripravo, odobritev in razdelitev prospekta, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu, ki je ali deluje v državi članici“. Temeljni nameni in cilji so pojasnjeni v uvodnih izjavah, in sicer da se z usklajevanjem predvsem skuša zagotoviti po eni strani učinkovit enotni trg vrednostnih papirjev, na katerem lahko izdajatelji in ponudniki vrednostnih papirjev svobodno delujejo pod okriljem „enotnega potnega lista“ (namreč prospekta, ki je zahtevan in urejen z direktivo),[3] in po drugi strani ustrezno varstvo vlagateljev, zlasti prek razkritja vseh ustreznih informacij.[4]

9. V členu 1(2), ki ureja področje uporabe, je naštetih deset položajev, za katere se Direktiva o prospektih ne uporabi. V vseh primerih razen v enem so ti položaji opredeljeni glede na vrsto zadevnega vrednostnega papirja. Izjema iz člena 1(2)(h) opredeljuje položaj glede na „celotn[o] vrednost ponudbe“, izračunano za obdobje 12 mesecev. Sprva naj bi se direktiva ne uporabljala, če bi bila celotna vrednost nižja od 2.500.000 EUR. Ta prag je bil z Direktivo 2010/73/EU,[5] ki je začela veljati 31. decembra 2010 in so jo morale države članice prenesti do 1. julija 2012, zvišan na 5.000.000 EUR.

10. Člen 2(1) za namene Direktive o prospektih opredeljuje številne izraze. Zlasti:

— „vrednostni papirji“ pomenijo „tist[e] razred[e] vrednostnih papirjev, ki se lahko tržijo 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 […]“ (člen 2(1)(a), ki se sklicuje na (sedanji) člen 4(1)(18) Direktive Sveta 2004/39/ES[6]);

— „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“ (člen 2(1)(d));

— „izdajatelj“ pomeni „pravn[o] oseb[o], ki izdaja ali predlaga izdajo vrednostnih papirjev“ (člen 2(1)(h)); in

— „oseba, ki da ponudbo“ ali „ponudnik“ pomeni „pravn[o] oseb[o] ali posameznik[a], ki javno ponudi vrednostne papirje“ (člen 2(1)(i)).

3 — Glej zlasti uvodne izjave 1, 4, 10, 14, 17 in 45.

4 — Glej zlasti uvodne izjave 10, 12, 16, od 18 do 21, 27, 29 in 34.

5 — Člen1(1)(a)(i) Direktive 2010/73 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o spremembah [Direktive 2003/71/ES in Direktive] 2004/109/ES o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu (UL L 327, str. 1).

6 — 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); prvotno sklicevanje je bilo na člen 1(5) Direktive 93/22.

11. Zahteva po objavi prospekta je določena v členu 3 Direktive o prospektih, ki določa:

„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 izključno na dobro poučene investitorje; 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 50.000 EUR na investitorja, za vsako ločeno ponudbo; in/ali

(d) ponudbo vrednostnih papirjev, katerih nominalna vrednost na enoto je najmanj 50.000 EUR; in/ali

(e) ponudbo vrednostnih papirjev s celotno vrednostjo manj kot 100.000 EUR, katere omejitev se izračuna za obdobje 12 mesecev.

Vendar se kakršna koli naknadna nadaljnja prodaja vrednostnih papirjev, ki so bili prej predmet ene ali več vrst ponudbe, navedene v tem odstavku, šteje kot ločena ponudba, in za namene odločanja ali je navedena nadaljnja prodaja javna ponudba vrednostnih papirjev, se uporablja opredelitev, določena v členu 2(1)(d). Za prodajo vrednostnih papirjev preko finančnih posrednikov velja objava prospekta, če za končno prodajo ni izpolnjen nobeden od pogojev (a) do (e).

3. Države članice zagotovijo, da je za vsak sprejem vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu na njenih ozemljih ali ki delujejo na njenih ozemljih, treba objaviti prospekt.“

12. V skladu s členom 4 Direktive o prospektih so dolžnosti objave prospekta oproščene javne ponudbe 13 nadaljnjih razredov vrednostnih papirjev.

13. Člen 5 Direktive o prospektih določa:

„1. Brez poseganja v člen 8(2)[7] prospekt vsebuje vse informacije, ki so glede na posebno naravo izdajatelja in vrednostnih papirjev, ki se ponudijo javnosti ali sprejmejo v trgovanje na organiziranem trgu, potrebne, da vlagatelji lahko na podlagi prejetih informacij ocenijo aktivo in pasivo, finančni položaj, poslovni izid ter pričakovanja izdajatelja in katerega koli garanta in pravic, ki izhajajo iz takih vrednostnih papirjev. Te informacije morajo biti predstavljene v obliki, ki omogoča hitro analizo in je razumljiva.

2. Prospekt vsebuje informacije o izdajatelju in vrednostnih papirjih, ki bodo ponujeni javnosti ali sprejeti v trgovanje na organizirani trg. Vključuje tudi izvleček. Izvleček v jeziku, v katerem je bil izdelan izvirni prospekt, na kratek način in v netehničnem jeziku opisuje bistvene lastnosti in tveganja, povezana z izdajateljem, katerim koli garantom in vrednostnimi papirji. […]“

7 — Člen 8(2) Direktive o prospektih omogoča pristojnemu organu matične države članice, da (v nekaterih določenih okoliščinah) odobri opustitev v prospektu navedbe nekaterih informacij, ki bi sicer bile zahtevane.

14. V skladu s členom 6(1) Direktive o prospektih „[d]ržave članice zagotovijo, da so za informacije, navedene v prospektu, odgovorni vsaj izdajatelj ali njegovi upravni ali nadzorni organi, ponudnik, oseba, ki prosi za sprejem v trgovanje na organiziranem trgu oziroma garant […]“. S členom 6(2) je zahtevano, da države članice „zagotovijo, da se njihovi zakoni in drugi predpisi o civilnopravni odgovornosti uporabljajo za osebe, odgovorne za informacije, navedene v prospektu“.

15. V skladu s členom 9(1) Direktive o prospektih mora prospekt veljati 12 mesecev po objavi za javne ponudbe, pod pogojem, da se dopolni z dodatki, potrebnimi v skladu s členom 16.[8]

16. Člen 13(1) Direktive o prospektih določa: „Prospekt ne sme biti objavljen, dokler ga ne odobri pristojni organ matične države članice.“ O tej odobritvi mora biti uradno obveščen izdajatelj ali ponudnik v 10 oziroma 20 dneh od predložitve osnutka prospekta oziroma od predložitve potrebnih dokumentov oziroma dopolnilnih informacij, kar koli se zgodi pozneje (člen 13(2), (3) in (4)).

17. Člen 25(1) Direktive o prospektih določa, da brez poseganja v pravico držav članic naložiti kazenske sankcije in brez poseganja v njihovo ureditev civilnopravne odgovornosti države članice zagotovijo, da „se lahko sprejmejo ustrezni upravni ukrepi ali da se odgovornim osebam naložijo upravne sankcije, kadar ne [upoštevajo določb], sprejetih pri izvajanju te direktive“.

18. Uredba Komisije (ES) št. 809/2004[9] (v nadaljevanju: izvedbena uredba) vsebuje natančnejša pravila.

19. Z drugim pododstavkom člena 22(1) izvedbene uredbe je zahtevano, da osnovni prospekt zajema informacije, navedene v različnih prilogah k tej uredbi, glede na tip izdajatelja in tip zadevnih vrednostnih papirjev. Te informacije vsebujejo popoln pregled izdajateljevega položaja in med drugim vključujejo njegovo pravno obliko, investicije, osnovne dejavnosti, osnovne trge, organizacijsko strukturo, finančno stanje, kapitalska sredstva, napovedi ali ocene dobička in poslovodenje (glej Prilogo I k izvedbeni uredbi).

Nizozemsko pravo

20. Direktiva o prospektih je bila prenesena v nizozemsko pravo z Wet op het financieel toezicht (zakon o finančnem nadzoru, v nadaljevanju: Wft), katerega člen 5(2) prepoveduje, da se vrednostni papirji na Nizozemskem javno ponujajo, razen če za ponudbo obstaja prosto dostopen prospekt, ki ga je odobril nadzorni organ države članice.

21. V skladu s členom 53(2) Vrijstellingsregeling Wft (uredba o izjemah od Wft) ne velja dolžnost objave prospekta, če je celotna vrednost ponudbe, izračunane za obdobje 12 mesecev, nižja od 2.500.000 EUR. Ta prag, ki je bil določen ob prvem prenosu Direktive o prospektih, po začetku veljavnosti Direktive 2010/73 ni bil zvišan na 5.000.000 EUR.

8 — S členom 16 je zahtevano, da se v dodatku k prospektu navede vsak pomemben nov dejavnik, bistvena napaka ali netočnost v zvezi z informacijami, vsebovanimi v prospektu, ki bi lahko vplivali na oceno vrednostnih papirjev in ki se pojavijo ali ugotovijo v času od odobritve prospekta do konca javne ponudbe.

9 — Uredba Komisije (ES) št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti, in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in razširjanju oglaševanj (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 7, str. 307). Sprejeta je bila zlasti na podlagi členov 5(5), 7, 10(4), 11(3), 14(8) in 15(7) Direktive o prospektih.

Dejansko stanje, postopek, vprašanja in trditve

22. Družbi Van den Dungen Vastgoed BV in Oosterhout II BVBA (v nadaljevanju: Van den Dungen in Oosterhout) sta z družbama Almer Beheer BV in Daedalus Holding BV (v nadaljevanju: Almer in Daedalus) sklenili pogodbo, na podlagi katere: je treba ustanoviti družbo Global Group Hail BV (v nadaljevanju: Global Hail); mora imetnica vseh njenih delnic biti družba Stichting Administratiekantoor Global Hail (v nadaljevanju: družba STAK), katere direktorji bodo vsi predstavniki pogodbenih strank; bosta družbi Van den Dungen in Oosterhout prenesli nekatere delnice v drugih družbah na družbo Global Hail za kupnino, ki jo bosta plačali družbi Almer in Daedalus.

23. Med strankami je prišlo do različnih sporov in pravnih postopkov. Družbi Van den Dungen in Oosterhout sta 30. oktobra 2009 prejeli sklep Rechtbank Breda (sodišče v Bredi), s katerim je bilo družbama Almer in Daedalus naloženo plačilo 500.000 EUR predujma za nakupno ceno delnic, prenesenih na družbo Global Hail. Družbi Van den Dungen in Oosterhout sta, da bi lahko zagotovili plačilo, zarubili certifikate, vezane na delnice, ki jih je izdala družba STAK družbama Almer in Daedalus .

24. Rechtbank Breda je 27. decembra 2010 odredilo, da mora v šestih mesecih sodni izvršitelj (*deurwaarder*), ki ga morata določiti družbi Van den Dungen in Oosterhout, izvesti prodajo in prenos teh certifikatov, vezanih na delnice. V skladu s tem sklepom naj bi bila prodaja, ki se oglašuje v dveh nacionalnih časopisih, javna; delnice naj bi bile prenesene najboljšemu ponudniku; ponujene naj bi bile vse delnice, prodanih pa naj bi jih bilo le toliko, da bi to naneslo 500.000 EUR, zvišano za stroške postopka, zasega in izvršbe; dolžnost objave prospekta ni bila podana.

25. Družbi Almer in Daedalus sta se pritožili na Gerechtshof 's-Hertogenbosch (regionalno pritožbeno sodišče v 's Hertogenboschu), ki je 5. aprila 2011 potrdilo sklep Rechtbank Breda. Zlasti je štelo, da ni dolžnosti objave prospekta, ker vrednost delnic, ki se morajo prodati, zelo verjetno ne bo presegla 2.500.000 EUR.

26. Družbi Almer in Daedalus sta se pritožili na Hoge Raad, ki je štelo, da je odločitev o pritožbi odvisna od razlage členov 1(2)(h) in 3(1) Direktive o prospektih, in v predhodno odločanje predložilo ti vprašanji:

„1. Ali je treba člen 3(1) Direktive 2003/71 razlagati tako, da dolžnost objave prospekta, določena v tej direktivi, načeloma (torej ne glede na oprostitve in izjeme, ki jih ta direktiva določa za nekatere primere) velja tudi za prisilne prodaje vrednostnih papirjev […]?

2. (a) Če je odgovor na prvo vprašanje pritrdilen, ali je pojem ‚[celotna] vrednost ponudbe' v smislu člena 1(2)(h) Direktive 2003/71 v tem primeru treba razlagati tako, da se pri prisilnih prodajah vrednostnih papirjev […] za osnovo vzame izkupiček, ki ga je treba razumno pričakovati ob upoštevanju posebnih značilnosti prisilne prodaje na dražbi, čeprav je izkupiček, ki ga je treba razumno pričakovati, znatno nižji od vrednosti v gospodarskem prometu?

(b) Če je odgovor na prvo vprašanje pritrdilen, na točko (a) drugega pa nikalen, kako je treba v tem primeru, zlasti pri prisilnih prodajah vrednostnih papirjev […], razlagati ‚[celotno] vrednost ponudbe' v smislu člena 1(2)(h) Direktive 2003/71?"

27. Pisna stališča so predložile češka, nemška, nizozemska, poljska in portugalska vlada ter Evropska komisija. Na obravnavi so ustne navedbe podale nemška in portugalska vlada ter Komisija. Nobena od strank v postopku v glavni stvari ni predložila stališč o postavljenih vprašanjih.

28. V svojih stališčih se je nizozemska vlada dotaknila le drugega vprašanja, Komisija pa je štela, da odgovor na prvo vprašanje ni potreben, če se najprej odgovori na drugo vprašanje; zdi se, da obe menita, da je v primeru postopka v glavni stvari celotna vrednost ponudbe pod pragom za uporabo Direktive o prospektih.

29. Nemška, poljska in portugalska vlada so se nasprotno dotaknile le prvega vprašanja, češka vlada pa je obravnavala predvsem to vprašanje, drugega pa le na kratko.

30. Češka vlada in Komisija glede prvega vprašanja menita, da prisilna prodaja delnic, za kakršno gre v tej zadevi, spada pod pojem vrednostnih papirjev, ki so ponujeni javnosti, za namen Direktive o prospektih, medtem ko je stališče nemške in poljske vlade nasprotno; portugalska vlada meni, da v okviru take prodaje upnikova pravica do učinkovitega pravnega sredstva v razumnem roku preprečuje naložitev dolžnosti objave prospekta, ki bi povzročila nesprejemljivo zamudo.

Presoja

31. Ni se zatrjevalo, da so delnice iz postopka v glavni stvari kar koli drugega kot vrednostni papirji v smislu Direktive o prospektih,[10] prav tako pa se ne zdi, da bi v tem smislu obstajal kakršen koli dvom.

32. Dvom pa obstaja o tem, ali je poseben način prodaje teh delnic taka ponudba, ki zahteva objavo prospekta na podlagi te direktive.

33. Vendar se ne glede na to, ali je taka prodaja taka ponudba, Direktiva o prospektih zanjo ne more uporabiti, če je celotna vrednost nižja od praga iz njenega člena 1(2)(h).

34. Zato se mi zdi pred presojo, ali spada pod pojem vrednostnih papirjev, ki so ponujeni javnosti, ki je širok, vendar ne natančno določen in za katerega velja precejšnje število izjem, bolje najprej preučiti, ali za prodajo velja ta jasna in izrecna izključitev s področja uporabe direktive.

35. Zato bom najprej obravnavala vprašanji, ki ju je v svojem sklepu postavilo Hoge Raad, in sicer bom začela z drugim vprašanjem.

Drugo vprašanje

36. Hoge Raad z drugim vprašanjem v bistvu sprašuje, kako naj bo določena „celotna vrednost ponudbe“ pri presoji, ali se glede na prag iz njenega člena 1(2)(h) Direktiva o prospektih uporablja za določeno prodajo delnic. Vendar menim, da je pred obravnavanjem tega vprašanja koristno obravnavati višino uporabljenega praga, zlasti glede na okoliščine prodaje iz postopka v glavni stvari.

37. Ko je Rechtbank Breda 27. decembra 2010 sprejelo sporni sklep v tem postopku, je bil v Direktivi o prospektih in v nizozemski zakonodaji prag določen pri 2.500.000 EUR. Štiri dni kasneje je začela veljati Direktiva 2010/73, s katero je bil prag dvignjen na 5.000.000 EUR, države članice pa so morale to spremembo udejanjiti do 1. julija 2012.[11] Vendar se zdi, da čeprav je bila večina sprememb, uvedenih z Direktivo 2010/73, prenesena v nizozemsko pravo,[12] se v zvezi s tem pragom to ni zgodilo. Zato obstaja neskladje med Direktivo o prospektih in nizozemsko zakonodajo, ki bo morda še vedno obstajalo, ko bo končno prišlo do prodaje iz postopka v glavni stvari.

10 — Glej točko 10 zgoraj, prva alinea.

11 — Glej točko 9 zgoraj in opombo 5.

12 — Wet van 10 mei 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet toezicht financiële verslaggeving in verband met de herziene richtlijn prospectus (zakon z dne 10. maja 2012 o spremembi zakona o finančnem nadzoru in zakona o nadzoru nad finančnimi informacijami glede spremenjene Direktive o prospektih).

38. Nizozemska vlada in Komisija sta to neskladje omenili, nobena pa iz tega ni izpeljala posledic. Čeprav iz pisnih stališč to ni povsem jasno, se zdi, da Komisija meni, da država članica sme uporabiti zahteve nacionalnega prava, ki so enakovredne tistim iz Direktive o prospektih, če ponudba spada pod trenutni prag 5.000.000 EUR iz člena 1(2)(h), ne sme pa zahtevati objave prospekta, če ponudba spada pod prag 100.000 EUR iz člena 3(2)(e).

39. Če je stališče Komisije res tako, se mi zdi napačno. Direktiva o prospektih je usklajevalni ukrep in eden od njegovih temeljih ciljev je zagotovitev „enotnega potnega lista“, ki izdajateljem omogoča zbiranje kapitala v vseh državah članicah. Ta cilj bi bil zanikan, če bi se prag za uporabo zahtev Direktive o prospektih – med katerimi je najpomembnejša, saj na njej temeljijo vse druge, dolžnost objave prospekta – med državami članicami razlikoval.

40. Priznavam, da me je prag 100.000 EUR iz člena 3(2)(e) Direktive o prospektih zmedel. Če se „ponudb[a] vrednostnih papirjev s celotno vrednostjo manj kot 100.000 EUR […] izračuna za obdobje 12 mesecev“, ni treba opredeliti, da „dolžnost objave prospekta ne velja“, ker so taki položaji že izključeni iz uporabe direktive kot celote prek mnogo višjega praga iz člena 1(2)(h). Poleg tega se zdi nenavadno, da bi določba direktive zakonsko urejala kategorijo transakcije, ki je bila pred tem izrecno izključena z njenega področja uporabe.

41. Če je bil namen zakonodajalca zahtevati od držav članic, da naložijo dolžnost objave prospekta, če celotna vrednost presega 2.500.000 EUR (ali, pozneje, 5.000.000 EUR), jim preprečiti, da naložijo obveznost, če je vrednost manjša od 100.000 EUR, in jim dovoliti izbiro, da obveznost naložijo ali ne, če je vrednost med tema zneskoma, se mi zdi, da bi bilo ta namen treba prikazati bistveno jasneje. Ob danem stanju stvari ne morem v besedilu uvodnih izjav ali členov najti ničesar, iz česar bi bilo mogoče povzeti tak namen.

42. Zato menim, da bi se lahko izdajatelj ali ponudnik skliceval na Direktivo o prospektih, kakor je bila spremenjena, če bi nizozemski organi zahtevali objavo prospekta, če bi bila celotna vrednost 1. julija 2012 ali po njem od 2.500.000 EUR do 5.000.000 EUR, nacionalna sodišča pa ne bi smela uporabiti domačega pravila, s katerim je zahtevana taka objava.

43. V zvezi z metodo določitve celotne vrednosti za ta namen si lahko predstavljam težave, ki se lahko pojavijo v številnih okoliščinah. Vsakršna prodaja na dražbi je negotova, in čeprav imajo lahko delnice objektivno (in vsaj približno določljivo) ekonomsko vrednost, ni nikakršnega jamstva, da bodo prodane po tej ceni.

44. Vendar pa se zdi, da se v okoliščinah postopka v glavni stvari ta težava ne poraja. Rechtbank Breda je natančno opredelilo, da je treba prodati le toliko delnic, kolikor je potrebno za pokritje plačila 500.000 EUR in vseh stroškov postopka. Ker je mogoče stroške postopka načeloma določiti z razumno stopnjo natančnosti, bi moral biti skupni znesek, ki naj bi ga prinesla prodaja, znan v okviru ozkih meja, preden se začnejo sprejemati ponudbe. Po mojem mnenju je treba ta znesek šteti za „celotno vrednost“ za namen uporabe praga iz člena 1(2)(h) Direktive o prospektih.

45. Zato bi se Direktiva o prospektih – vključno z njeno dolžnostjo objave prospekta – lahko uporabila le, če bi ta celotna vrednost presegla 5.000.000 EUR.

46. Zelo malo verjetno se zdi, da bi stroški postopka zasega in prodaje delnic na dražbi, s katero naj bi se zbral osnovni znesek 500.000 EUR, dosegli znesek, ki je blizu 4.500.000 EUR. Če bi bilo tako, bi to zbujalo zelo veliko zaskrbljenost o učinkovitem izvajanju sodne oblasti na Nizozemskem.

47. Ob upoštevanju tega se zdi, da je prodaja v postopku v glavni stvari izrecno izključena s področja uporabe Direktive o prospektih, posledica česar je, da ni mogoče naložiti dolžnosti objave prospekta. Zato bi morala biti presoja vprašanja, ki je v tej zadevi popolnoma hipotetično, ali bi primerljiva prodaja za višji znesek zahtevala objavo prospekta, za nacionalno sodišče popolnoma nepotrebna.

48. Vendar ne smemo pozabiti, da je treba vrednost praga iz člena 1(2)(h) Direktive o prospektih izračunati za obdobje 12 mesecev. Ker je navedeno, da znesek, na katerega se nanaša izpodbijani sklep Rechtbank Breda, pomeni le predujem plačila dolga, ki ga družbi Almer in Daedalus dolgujeta družbama Van den Dungen in Oosterhout, in ker Hoge Raad v svojem predlogu za sprejetje prehodne odločbe ni navedlo celotnega zneska tega dolga, obstaja možnost, da bodo odrejene nadaljnje prodaje, ki bodo morda povzročile, da bo celotna vrednost v obdobju 12 mesecev presegla prag 5.000.000 EUR. V takih okoliščinah bi vprašanje iz prejšnje točke – prvo vprašanje Hoge Raad – ne bilo več hipotetično.

49. Zato se bom posvetila vprašanju, ali je treba prisilno prodajo delnic, za kakršno gre v postopku v glavni stvari, šteti za vrednostne papirje, ki so ponujeni javnosti, za kar člen 3(1) Direktive o prospektih nalaga dolžnost objave prospekta.

Prvo vprašanje

50. Prvič, zdi se jasno, da mora za javno prodajo na dražbi, ki se oglašuje v dveh nacionalnih časopisih, veljati opredelitev „javne ponudbe“ kot „sporočila osebam v kateri koli obliki in s katerimi koli sredstvi“ iz člena 2(1)(d) Direktive o prospektih.

51. Poudariti želim, da preostanek opredelitve v tej določbi („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“) v najboljšem primeru služi sam sebi kot dokaz. Če bi ponudba že zagotavljala „dovolj [takih] informacij“, se zdi, da dodatna objava prospekta – ki je namenjen temu, da se zagotovijo te informacije[13] – ne bi bila potrebna; in težko si je predstavljati, da bi se za ponudbo ne uporabila dolžnost objave prospekta zato, ker ne vsebuje dovolj informacij, da bi vlagatelju omogočile odločitev. Zato bom za ta del opredelitve štela, kot da pomeni, da mora ponudba identificirati zadevne vrednostne papirje in zagotoviti take informacije, ki omogočajo vlagatelju, da jih kupi, če se za to odloči, ne pa, da mora vsebovati vse potrebne informacije, ki omogočajo odločitev ob poznavanju zadeve.

52. V skladu s tem stališčem mora oglaševanje prodaje na dražbi v dveh nacionalnih časopisih, kakršno je odredilo Rechtbank Breda, ustrezati tudi drugemu delu opredelitve. Vendar če besedilo razumemo dobesedno, je lahko oglaševanje – ker verjetno ne vsebuje vseh informacij, ki vlagatelju omogočajo odločitev ob poznavanju zadeve – izvzeto iz tega dela opredelitve in torej iz opredelitve v celoti.

53. Kljub temu bom na podlagi svojega razumevanja člena 2(1)(d) Direktive o prospektih štela, da za zadevno prodajo velja široka opredelitev te določbe. Zato bi načeloma zanjo morala veljati dolžnost objave prospekta iz člena 3(1).[14]

54. Vendar sta opredelitev in dolžnost omehčani s številnimi izjemami (v okviru obravnavanega postopka si ni mogoče zamisliti nobenega velikega razloga za razlikovanje med izključitvijo s področja uporabe Direktive o prospektih kot celote in izključitvijo od dolžnosti objave prospekta, ki je osrednja določba direktive in hkrati ta, od katere je odvisna večina drugih, ker gre zlasti za vprašanje uporabe te dolžnosti).

13 — Glej točko 13 zgoraj.

14 — Zaradi celovitosti bi dodala, da čeprav se zdi, da je Direktiva o prospektih namenjena predvsem za uporabo pri začetnih prodajah vrednostnih papirjev, zlasti na organiziranem trgu, je iz drugega pododstavka člena 3(2) razvidno, da se v nekaterih okoliščinah uporablja tudi za naknadne nadaljnje prodaje (glej točko 11 zgoraj).

55. Kot sem navedla, se zdi, da se za sporno prodajo uporablja izključitev s področja uporabe direktive iz člena 1(2)(h). Preostalih devet izključitev iz člena 1(2) se nanaša na posebne vrste vrednostnih papirjev, nič pa ne kaže, da spadajo delnice, ki jih je treba prodati v postopku v glavni stvari, v katero koli od teh kategorij.

56. V členu 3(2) je naštetih pet izjem od dolžnosti objave prospekta. Člen 3(2)(e), ki sem ga obravnavala zgoraj, se mi nikakor ne zdi primeren za uporabo pri sporni prodaji, za katere vrednost se ne pričakuje, da bo presegla prag 100.000 EUR. Preostale štiri (ponudbe, naslovljene zgolj na vlagatelje, ki izpolnjujejo pogoje – torej v bistvu profesionalne vlagatelje, ponudbe, naslovljene na manj kot 150 oseb na državo članico, in tiste, pri katerih vrednost vsake enote ali vsakega nakupa presega 100.000 EUR) v postopku v glavni stvari niso bile omenjene kot pomembne.

57. V členu 4(1) in (2) je nato naštetih preostalih 13 vrst ponudb, ki jih je zelo široko mogoče opredeliti kot ponudbe vrednostnih papirjev za nadomestilo ali zamenjavo, ali za dodatek, za vrednostne papirje, ki so že bili izdani ali sprejeti v trgovanje. Te ponudbe pa so spet izključene od dolžnosti objave prospekta in spet se zdi, da ponudba iz postopka v glavni stvari ne spada v katero koli od navedenih kategorij.

58. Na prvi pogled se torej zdi, da če prisilna prodaja vrednostnih papirjev, za kakršno gre v postopku v glavni stvari, po naravi (ne pa po vrednosti) ne spada v katero koli od izrecno izključenih kategorij, mora spadati v široko drugo kategorijo „sporočila osebam v kateri koli obliki in s katerimi koli sredstvi“, ki potencialnim vlagateljem zagotavlja dovolj informacij, da prepoznajo vrednostne papirje, ki se ponujajo, in jih kupijo, če se za to odločijo.

59. Vendar se mi zdi iz navedenih namenov in ciljev Direktive o prospektih, iz njenega besedila, strukture in sistematike kot celote ter zlasti iz izrazov v dolgem seznamu izrecnih izjem od njenega področja uporabe ali od dolžnosti objave prospekta, da je bil namen zaobseči vse vrste položajev, v katerih se vrednostni papirji *običajno* izdajajo ali sprejemajo v trgovanje, zlasti – če ne že izključno – na organiziranih trgih.

60. Prav tako se zdi verjetno – in zdelo se je, da je Komisija to previdno priznala na obravnavi, ko se je strinjala, da je obžalovanja vredno, da Direktiva o prospektih nikjer ne omenja prisilne prodaje vrednostnih papirjev – da se zakonodajalcu enostavno ni zdelo potrebno ukvarjati se s prisilnimi prodajami. V pripravljalnem gradivu za to direktivo nisem našla omembe takih prodaj, prav tako pa se to ni omenjalo pred Sodiščem. To morda nakazuje, da se je za take prodaje potihoma štelo, da ne spadajo na področje uporabe Direktive o prospektih, če se je zdelo, da njihove izrazite posebnosti niso vredne izrecne omembe.

61. Poleg tega je jasno, da se prisilne prodaje vrednostnih papirjev, za kakršno gre v postopku v glavni stvari, resnično zelo razlikujejo od običajne situacije izdaje in sprejema v trgovanje vrednostnih papirjev, bodisi na organiziranem trgu bodisi v kakih drugačnih okoliščinah. Prav nič skupnega nimajo z izdajo vrednostnih papirjev in le čisto malo so podobne trgovanju z njimi. Vrednostnih papirjev ne prodaja izdajatelj ali imetnik, pač pa so bili zaseženi in se prodajajo na pobudo tretje stranke in po nalogu pravosodnega organa države zgolj zaradi poplačila dolga. Skratka, take prodaje ne spadajo na področje uporabe, za katerega ureditev je bila namenjena Direktiva o prospektih, ampak na področje civilnega prava in prisilne izterjave – in iz ničesar ni mogoče sklepati, da je bil namen te direktive, da kakor koli vpliva na to področje.

62. Pri prisilni prodaji upnika le malo zanima, kaj se prodaja zaradi poplačila njegovega dolga – lahko so to vrednostni papirji, zaloge, stroji in oprema, zemljišča in zgradbe, vozila ali kakršno koli drugo premoženje. Vendar so lahko v nekaterih primerih na voljo samo vrednostni papirji. Kadar gre za tak primer, po mojem mnenju Direktive o prospektih ni mogoče razlagati, kot da je bil njen namen vzpostaviti obveznost – in zelo verjetno precej težko obveznost – za upnika (ali za sodnega izvršitelja, ki opravi prodajo), do katere ne bi prišlo, če bi bilo na voljo drugo premoženje.

63. Povedano drugače, ni podan izrecen ali impliciten namen zakonodajalca Direktive o prospektih, da bi morale obstajati posledice za različne načine držav članic pri izterjavi dolgov prek civilnih sodišč, kadar je to mogoče storiti le prek prisilne prodaje vrednostnih papirjev.

64. Poleg tega se je treba zavedati, da mora imeti – v takem primeru morda bolj kot v katerih koli drugih okoliščinah – potencialni ponudnik pri prisilni prodaji premoženja, ne glede na to, ali gre za materialno ali nematerialno premoženje, in ne glede na naravo premoženja, v mislih maksimo *caveat emptor*. Pri takih prodajah mora kupec vedno prevzeti tveganje, da njegov nakup morda ne bo čisto tak, kot se zdi na prvi pogled. Ne more pričakovati in ne pričakuje iste vrste popolnih informacij in garancije, kot so te, do katerih bi bil upravičen, če bi blago kupoval od proizvajalca ali vrednostne papirje od izdajatelja ali ponudnika ob običajnem trgovanju. Prav to je razlog, ki je vodil Hoge Raad k razmišljanju o načinu določitve celotne vrednosti ponudbe, če bi zaradi običajne previdnosti ponudnikov pridobljena cena bila lahko bistveno nižja od resnične vrednosti vrednostnih papirjev.

65. K tem razmislekom je mogoče dodati, čeprav je morda manj pomembno, številne pomisleke, ki so bili pred Sodiščem poudarjeni v različnih fazah postopka in ki se nanašajo na praktične težave objave prospekta pri prisilni prodaji vrednostnih papirjev.

66. Seveda je mogoče, da bo, kadar se vrednostni papirji prodajajo na tak način, na voljo veljaven prospekt.[15] Če bi v postopku v glavni stvari šlo za to, je mogoče predpostavljati, da ne bi prišlo do obravnavanega predloga za sprejetje prehodne odločbe.

67. Lahko pa se tudi zgodi (in lahko se zgodi tudi v postopku v glavni stvari), da ima imetnik vrednostnih papirjev dostop do dovolj informacij, da lahko pripravi prospekt ali pomaga pri njegovi pripravi. Vendar je tudi v takem primeru pridobitev, organiziranje in oblikovanje informacij[16] težavno opravilo, ki bo verjetno otežilo in zavleklo postopek prisilne izterjave.[17]

68. Vendar je morda verjetneje, da trenutno veljaven prospekt ne bo na voljo in/ali da je vrednostne papirje, ki se prodajajo, izdal subjekt, s katerim imetnik drugače sploh ne posluje in ki nima interesa za objavo prospekta zgolj zaradi prisilne prodaje, s katero ni nikakor povezan. Izdajatelj morda celo nima sedeža v Evropi; mogoče si je zamisliti, da bo prisilna prodaja zajemala vrednostne papirje družbe, ki je prisotna samo v Afriki, Aziji, Avstraliji ali Severni ali Južni Ameriki, ki ji ni mogoče naložiti odgovornosti s pravom Evropske unije ali države članice, v kateri je odrejena prisilna prodaja. Komu bi bilo torej treba pripisati odgovornost na podlagi člena 6(1) Direktive o prospektih?[18] Edina možnost je ponudnik – ki ga je domnevno treba šteti za sodnega izvršitelja, ki opravlja prodajo, saj je verjetno, da so bili vrednostni papirji dolžniku že zaseženi.

69. Zato bi se lahko pridobitev podrobnih informacij, potrebnih za pripravo prospekta, izkazala za skoraj nepremostljivo težavo in bi v tem primeru bistveno ovirala učinkovito uveljavljanje pravnih sredstev v civilnem postopku na podlagi nacionalnega prava.

70. Zato se potrjuje moje stališče, da prisilne prodaje vrednostnih papirjev, za kakršno gre v postopku v glavni stvari, ne spadajo na področje uporabe Direktive o prospektih.

15 — Glej točko 15 zgoraj.

16 — Glej točki 13 in 19 zgoraj.

17 — Glej tudi točko 16 zgoraj.

18 — Glej točki 14 in 17 zgoraj.

Predlog

71. Zaradi vseh zgoraj navedenih razlogov menim, da bi moralo Sodišče na vprašanja, ki jih je postavilo Hoge Raad der Nederlanden, odgovoriti:

1. Direktiva 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 se ne uporablja v položaju, v katerem je treba vrednostne papirje prodati na dražbi, da bi se zbral znesek, za katerega se vnaprej ve, da bo pod pragom 5.000.000 EUR iz člena 1(2)(h) te direktive, kakor je bila spremenjena.

2. Direktiva 2003/71/ES se ne uporablja za prisilno prodajo vrednostnih papirjev, katerih zaseg imetniku in prodajo zaradi poplačila dolga je odredilo sodišče.