

CONCLUSIE VAN ADVOCaat-GENERAAL

E. SHARPSTON

van 12 september 2013 (1)

Zaak C-174/12

Alfred Hirmann

tegen

Immofinanz AG

[verzoek van het Handelsgericht Wien (Oostenrijk) om een prejudiciële beslissing]

„Vennootschapsrecht – Richtlijn 77/91/EEG – Aansprakelijkheid van een naamloze vennootschap – Bescherming van investeerder die zich baseert op onjuiste informatie – Verenigbaarheid van nationale regel die voorziet in vernietiging van aandelenkoop”

1. Kan een rechter, wanneer een investeerder aandelen van een naamloze vennootschap koopt op de secundaire markt (dat wil zeggen niet in het kader van een kapitaalverhoging van die vennootschap) en vervolgens stelt dat de informatie in het effectenprospectus, waarop hij zijn koopbeslissing heeft gebaseerd, onvolledig en niet waarheidsgetrouw was, de vennootschap gelasten de overeenkomst ongedaan te maken, waardoor zij verplicht wordt haar eigen aandelen terug te verkrijgen en de investeerder het geld terug te betalen, of staat het Unierecht in de weg aan een dergelijke remedie? En heeft een dergelijke investeerder recht op terugbetaling van de oorspronkelijke koopprijs dan wel op de waarde van de aandelen op de datum waarop hij zijn aanspraak geldend maakt?
2. Het Handelsgericht Wien (handelsrechtbank te Wenen, Oostenrijk), dat het onderhavige verzoek om een prejudiciële beslissing heeft ingediend, heeft zijn vragen geformuleerd onder verwijzing naar richtlijn 77/91/EEG (hierna: „Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht”).(2) Deze richtlijn is evenwel ingetrokken op 25 oktober 2012 en vervangen door een nieuwe, herschikte tekst, namelijk richtlijn 2012/30.(3) In deze conclusie verwijs ik dus in de verleden tijd naar de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht. Voor zover bepalingen van de ingetrokken richtlijn in wezen onveranderd zijn overgenomen in de herschikte versie (wanneer dit het geval is worden de overeenkomstige bepalingen vermeld in de voetnoten) zullen mijn overwegingen echter hopelijk niet alleen voor het verleden, maar ook voor de toekomst nuttig zijn.
3. De verwijzende rechter wijst erop dat artikel 15(4) van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht voorziet in een beperking van het recht voor een naamloze vennootschap om haar kapitaal uit te keren aan haar aandeelhouders en dat artikel 18(5) ervan het een vennootschap verbiedt eigen aandelen te nemen. De nationale rechter vraagt zich af of die bepalingen eraan in de weg stonden dat de hierboven bedoelde remedie werd opgelegd aan een naamloze vennootschap die burgerrechtelijk aansprakelijk is jegens een investeerder omdat zij

haar informatieverplichtingen niet is nagekomen. Stond de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht in de weg aan een dergelijke remedie indien daarvoor een beroep zou moeten worden gedaan op het geplaatste kapitaal en de vennootschap als gevolg daarvan insolvent zou kunnen worden? Stond ten slotte het beginsel van gelijke behandeling van de aandeelhouders in de weg aan een dergelijke remedie?

4. In zijn verwijzingsbeslissing wenst de nationale rechter voorts van het Hof te vernemen of de prospectusrichtlijn(6), de transparantierichtlijn(7), de marktmisbruikrichtlijn(8) en de waarborgenrichtlijn(9) relevant zijn voor het bij hem aanhangige geding.

Unierecht

5. De door de nationale rechter aangehaalde richtlijnen vallen uiteen in twee ruime categorieën: richtlijnen die in eerste instantie verband houden met het bestuur van ondernemingen (de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht en de waarborgenrichtlijn) en richtlijnen die in eerste instantie verband houden met de bescherming van de aandeelhouders (de prospectusrichtlijn, de transparantierichtlijn en de marktmisbruikrichtlijn).(10) Duidelijkheidshalve zal ik de richtlijnen dienovereenkomstig groeperen in mijn uiteenzetting van het relevante Unierecht.

Richtlijnen inzake het bestuur van ondernemingen

Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht

6. De tweede en de vierde overweging van de considerans van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht luiden als volgt:

„[...] [V]oor een gelijkwaardige bescherming van de aandeelhouders en de schuldeisers van deze vennootschappen [is] [het] van bijzonder belang [...] de nationale wettelijke bepalingen inzake de oprichting van naamloze vennootschappen en de instandhouding, de verhoging en de vermindering van hun kapitaal te coördineren;

[...]

[...] [E]r [moet] een gemeenschapsregeling [...] worden vastgesteld ter instandhouding van het kapitaal, dat een waarborg vormt voor de schuldeisers, inzonderheid door te verbieden dit kapitaal aan te tasten door onverplichte uitkeringen aan de aandeelhouders en door de mogelijkheid dat een vennootschap eigen aandelen inkoopt, te beperken”.

7. De Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht was van toepassing op alle types naamloze vennootschappen die zijn vermeld in artikel 1, lid 1, ervan, waaronder, wat Oostenrijk betreft, „die Aktiengesellschaft”.(11)

8. Artikel 6(12) van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht bepaalde dat de naamloze vennootschappen over een minimumbedrag aan geplaatst kapitaal dienden te beschikken om te kunnen worden opgericht of om toestemming te verkrijgen om hun werkzaamheden aan te vangen.

9. Artikel 12(13) van die richtlijn bepaalde dat „de aandeelhouders niet [kunnen] worden ontheven van de verplichting tot storting van hun inbreng”.

10. In artikel 15, lid 1(14), heette het:

„a) Behalve in geval van vermindering van het geplaatste kapitaal, mag aan de aandeelhouders

geen enkele uitkering worden gedaan indien op de datum van afsluiting van het laatste boekjaar het netto actief, zoals dat blijkt uit de jaarrekening, is gedaald of ingevolge de uitkering zou dalen beneden het bedrag van het geplaatste kapitaal, vermeerderd met de reserves die krachtens de wet of de statuten niet mogen worden uitgekeerd.

[...]

c) Het bedrag van een uitkering aan de aandeelhouders mag niet hoger zijn dan het bedrag van de resultaten van het laatste afgesloten boekjaar, vermeerderd met de overgebrachte winst en met de bedragen die zijn onttrokken aan de daarvoor beschikbare reserves, en verminderd met het overgebrachte verlies en met de krachtens wet of statuten aan de reserves toegevoegde bedragen.

d) Het woord 'uitkering' sub a en sub c omvat in het bijzonder de betaling van dividenden en de betaling van rente op aandelen."

11. In het geval dat een uitkering in strijd met artikel 15 werd gedaan, bepaalde artikel 16 dat zij „door de aandeelhouder die haar heeft ontvangen, [moest] worden terugbetaald indien de vennootschap [bewees] dat de aandeelhouder wist dat de uitkering te zijnen gunste in strijd met de voorschriften was of daarvan, gezien de omstandigheden, niet onkundig kon zijn".

Artikel 18, lid 1(15) bepaalde dat „[d]e vennootschap [...] geen eigen aandelen [mag] nemen" (de andere bepalingen van artikel 18 zijn niet relevant voor het onderhavige geding).

12. Artikel 19(16) voorzag in de mogelijkheid voor een vennootschap om eigen aandelen te verkrijgen onder de daarin vastgestelde voorwaarden. Deze omvatten met name de toestemming door de algemene vergadering, die de wijze moest vaststellen waarop de voorgenomen verkrijgingen plaatsvinden(17), de omstandigheid dat de verkrijgingen niet tot gevolg mochten hebben dat het netto actief daalt beneden het in artikel 15, lid 1, sub a(18), vermelde bedrag en dat alleen volgestorte aandelen in aanmerking kwamen voor verkrijging.(19) De lidstaten mochten aan verkrijgingen ook de andere, in artikel 19, lid 1, sub i tot en met v vermelde voorwaarden verbinden.

13. Op grond van artikel 20, lid 1, sub d(20), hoefden de lidstaten de in artikel 19 vastgestelde voorwaarden onder meer niet toe te passen „op aandelen die worden verkregen krachtens een wettelijke verplichting".

14. Ten slotte bepaalde artikel 42 dat voor de toepassing van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht „de wetgevingen van de lidstaten een gelijke [be]handeling [waarborgen] van aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden".

Waarborgenrichtlijn

15. De waarborgenrichtlijn betreft onder meer de omstandigheden waarin de nietigheid van een vennootschap kan worden uitgesproken en de gevolgen daarvan.

16. Artikel 12 van de waarborgenrichtlijn bepaalt dat de wetgeving van de lidstaten slechts mag voorzien in de nietigheid van vennootschappen indien de nietigheid door de rechter wordt uitgesproken, en zulks alleen in de in sub b, punten i tot en met vi limitatief genoemde gevallen.

17. Artikel 13 regelt de gevolgen van nietigheid.

Richtlijnen inzake de bescherming van de aandeelhouders

Prospectusrichtlijn

18. De prospectusrichtlijn heeft onder meer tot doel de eisen te harmoniseren inzake opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus dat wordt gepubliceerd wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek of toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in een lidstaat.

19. In punt 10 van de considerans van de prospectusrichtlijn heet het dat zij ten doel heeft „de beleggers te beschermen en de efficiëntie van de markt te waarborgen”.

20. Punt 19 van de considerans ervan bepaalt dat „[i]n alle lidstaten waarborgen ter bescherming van de belangen van huidige en potentiële beleggers [dienen] te worden geboden, zodat dezen in staat worden gesteld deze risico's in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen”.

21. Artikel 5 van de prospectusrichtlijn vereist dat het prospectus „alle gegevens [bevat] welke [...] noodzakelijk [...] [zijn] om de beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de eventuele garant, en over de rechten welke aan deze effecten verbonden zijn. Deze gegevens worden gepresenteerd in een vorm die makkelijk te analyseren en te begrijpen is.”

22. Artikel 6 van die richtlijn luidt:

„1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de verantwoordelijkheid voor de in een prospectus verstrekte informatie ten minste berust bij de uitgevende instelling of bij [haar] leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant, al naargelang van het geval. De verantwoordelijke personen worden duidelijk in het prospectus geïdentificeerd met vermelding van hun naam en functie of, ingeval van rechtspersonen, naam en statutaire zetel, waarbij tevens een door deze personen afgelegde verklaring is opgenomen dat, voor zover hun bekend, de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. [...]”.

23. In artikel 25, lid 1, van die richtlijn heet het:

„Onverminderd het recht van de lidstaten tot het opleggen van strafrechtelijke sancties of onverminderd hun wettelijke aansprakelijkheidsregeling dragen de lidstaten er zorg voor dat overeenkomstig hun nationale wetgeving passende administratieve maatregelen of administratieve sancties kunnen worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen indien de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde bepalingen niet worden nageleefd. De lidstaten zien erop toe dat deze maatregelen doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.”

Transparantierichtlijn

24. De transparantierichtlijn beoogt onder meer de beleggersbescherming en de marktefficiëntie te versterken door voor te schrijven dat de effectenuitgevende instellingen via een gestage informatiestroom voldoende transparantie moeten garanderen.(21)

25. Artikel 7 van de transparantierichtlijn luidt:

„De lidstaten dragen er zorg voor dat de verantwoordelijkheid voor de overeenkomstig de artikelen 4, 5, 6 en 16 op te stellen en openbaar te maken informatie ten minste bij de uitgevende instelling of bij haar leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan berust en dragen er tevens zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake aansprakelijkheid van toepassing zijn op de uitgevende instellingen, de bovenbedoelde organen of verantwoordelijke personen binnen de uitgevende instellingen.”

26. De artikelen 4, 5, 6 en 16 van de transparantierichtlijn vereisen respectievelijk dat een uitgevende instelling de volgende informatie openbaar maakt: een jaarlijks financieel verslag, een halfjaarlijks financieel verslag, verklaringen van het bestuursorgaan en alle wijzigingen in de rechten die aan de diverse categorieën van aandelen of van andere effecten dan aandelen verbonden zijn.

27. Artikel 17 van de transparantierichtlijn, met als opschrift „Informatievereisten voor uitgevende instellingen waarvan de aandelen tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten”, luidt:

„1. De uitgevende instelling van tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten aandelen draagt zorg voor een gelijke behandeling van aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden.”

28. Artikel 28, lid 1, van de transparantierichtlijn bepaalt:

„Onverminderd het recht van de lidstaten om strafrechtelijke sancties op te leggen, dragen de lidstaten er zorg voor dat overeenkomstig hun nationale wetgeving ten minste passende administratieve maatregelen of civielrechtelijke en/of administratiefrechtelijke sancties kunnen worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen indien de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde bepalingen niet zijn nageleefd. De lidstaten zorgen ervoor dat deze maatregelen doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.”

Marktmisbruikrichtlijn

29. De marktmisbruikrichtlijn strekt er onder meer toe de marktintegriteit te bevorderen door de harmonisatie van de wettelijke regelingen van de lidstaten die handel met voorwetenschap en marktmanipulatie verbieden.

30. Artikel 14, lid 1, van de marktmisbruikrichtlijn luidt:

„Onverminderd het recht van de lidstaten tot het opleggen van strafrechtelijke sancties, zorgen de lidstaten ervoor dat overeenkomstig hun nationale wetgeving passende administratieve maatregelen of administratieve sancties kunnen worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen indien krachtens deze richtlijn vastgestelde bepalingen niet worden nageleefd. De lidstaten zien erop toe dat deze maatregelen doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.”

Oostenrijks recht

31. Het Kapitalmarktgesetz (Oostenrijkse wet op de kapitaalmarkten) bepaalt in § 5 (betreffende transacties met consumenten):

„(1) In geval van een prospectusplichtige aanbieding zonder voorafgaande publicatie van een prospectus of van de informatie bedoeld in § 6 kunnen beleggers die consumenten zijn in de zin

van § 1, lid 1, punt 2, [Konsumentenschutzgesetz(22) (Oostenrijkse wet op de consumentenbescherming); hierna: hierna: ‚KSchG’], hun aanbod intrekken of de overeenkomst herroepen.

[...]

(4) Het in lid 1 bedoelde herroepingsrecht vervalt één week na de datum waarop het prospectus of de in § 6 bedoelde informatie werd bekendgemaakt. [...]

(5) Overeenkomsten die ten nadele van de consumenten indruisen tegen de leden 1 tot en met 4 zijn ongeldig.

(6) Aan andere voorschriften ontleende ruimere rechten van de beleggers gelden onverminderd.”

32. § 6 van het Kapitalmarktgesetz, met als opschrift „Documenten ter aanvulling van het prospectus”, luidt:

„(1) Elke met de informatie in het prospectus verband houdende belangrijke nieuwe ontwikkeling, materiële vergissing of onnauwkeurigheid die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten of de beleggingen en zich voordoet of geconstateerd wordt tussen het tijdstip van goedkeuring van het prospectus en de definitieve afsluiting van de openbare aanbieding of, wanneer dit vroeger valt, de toelating tot de handel op een gereguleerde markt, wordt vermeld in een document (met gewijzigde of aanvullende informatie) ter aanvulling van het prospectus. Dit document (met gewijzigde of aanvullende informatie) wordt door de aanvrager (§ 8a, lid 1) onverwijld en conform ten minste dezelfde regelingen als bij de publicatie en indiening van het oorspronkelijke prospectus gepubliceerd en ingediend. [...]

(2) Beleggers die nadat zich een ontwikkeling, een vergissing of onnauwkeurigheid in de zin van lid 1 heeft voorgedaan maar voordat het desbetreffende aanvullende document is gepubliceerd, reeds aanvaard hebben de effecten of investeringen te kopen of daarop in te schrijven hebben het recht om binnen twee bankwerkdagen na de publicatie van het aanvullende document hun aanvaarding in te trekken. § 5 is van overeenkomstige toepassing. Zijn de beleggers daarentegen consumenten in de zin van § 1, lid 1, punt 2, van het KSchG, dan dient ook de in § 5, lid 4, vermelde termijn te worden toegepast.”

33. In § 11 van het Kapitalmarktgesetz, met als opschrift „Prospectusaansprakelijkheid”, is bepaald:

„(1) Zijn jegens iedere belegger aansprakelijk voor de door hem geleden schade als gevolg van het feit dat hij zijn vertrouwen heeft gesteld in de informatie in het prospectus of in de andere krachtens deze federale wet vereiste informatie (§ 6), die voor de beoordeling van de effecten of investeringen belangrijk is:

1°) de uitgevende instelling voor de onjuiste of onvolledige informatie die is verstrekt door haar eigen schuld of door die van haar aangestelden of andere personen op wie een beroep werd gedaan bij de opstelling van het prospectus,

[...]

(6) Voor zover bij de schadeverwekkende handelwijze geen sprake is van opzet, is de aansprakelijkheid jegens elke belegger afzonderlijk begrensd tot de door hem betaalde koopprijs, vermeerderd met kosten en rente vanaf de betaling van de koopprijs. [...]

(7) De beleggers dienen rechten op basis van deze federale wet in rechte geldend te maken binnen een termijn van tien jaar na het einde van de prospectusplichtige aanbieding; daarna vervallen deze rechten.

(8) Vorderingen tot schadevergoeding die gebaseerd zijn op de schending van andere wettelijke voorschriften of van overeenkomsten gelden onverminderd.”

34. § 52 van het Aktiengesetz (Oostenrijkse wet op de naamloze vennootschap) heeft als opschrift „Geen terugbetaling van de inbreng” en luidt als volgt:

„De inbreng mag niet worden terugbetaald aan de aandeelhouders. Zolang de vennootschap bestaat, hebben zij slechts recht op de winst over het boekjaar die blijkt uit de jaarrekening, voor zover de uitkering van deze winst niet door de wet of de statuten wordt uitgesloten. Van terugbetaling van de inbreng is geen sprake bij de betaling van de koopprijs in het kader van de rechtmatige inkoop van eigen aandelen (§§ 65 en 66).”

Feiten, procesverloop en prejudiciële vragen

35. Op 7 januari 2005 kocht Alfred Hirmann via een makelaar voor 10 013,75 EUR 1 375,02406(23) aandelen van Immofinanz AG (hierna: „Immofinanz”), een naamloze vennootschap (Aktiengesellschaft). De aankoop vond plaats op de secundaire markt en niet in het kader van een kapitaalverhoging van Immofinanz. Hirmann betaalde de koopprijs aan Aviso Zeta AG (hierna: „Aviso Zeta”) en in ruil daarvoor zijn de aandelen op een bij Aviso Zeta aangehouden effectenrekening op naam van Hirmann geboekt.

36. Op 15 augustus 2011 heeft Hirmann een vordering ingesteld tegen Immofinanz op basis van § 6, lid 2, juncto § 5, lid 4, van het Kapitalmarktgesetz, § 11 van het Kapitalmarktgesetz, het recht om de nietigheid van een overeenkomst wegens dwaling te vorderen, en het recht op schadevergoeding. Hij vordert de vernietiging van de aandelenkoop. Dat zou meebrengen dat de oorspronkelijke koopprijs moet worden terugbetaald in ruil waarvoor de aandelen terug worden overgedragen aan Immofinanz.

37. Hirmann verwijt Immofinanz malversaties en bedrieglijke handelwijzen, in het bijzonder koersmanipulatie en onwettige koersondersteunende maatregelen. Hij stelt dat het toentertijd beschikbare prospectus, waarop hij zijn beslissing om de aandelen te kopen, heeft gebaseerd, misleidend was. Anders dan was aangegeven in het prospectus zijn de opbrengsten van een aandelenuitgifte gebruikt om aandelen in Immofinanz te kopen teneinde de koersen te manipuleren en te speculeren. Dit onrechtmatige gebruik van de middelen heeft geresulteerd in een groter risico dan in het prospectus was aangegeven. Over het geheel genomen was de informatie in het prospectus volledig noch waarheidsgetrouw. Evenmin was zij begrijpelijk of eenvoudig te analyseren.

38. Immofinanz betwist de beweringen omtrent de feiten. Voorts betoogt zij dat het Unierecht zich ertegen verzet dat de kapitaalbijbreng van aandeelhouders wordt terugbetaald zolang de vennootschap bestaat. Zou een naamloze vennootschap aldus aansprakelijk worden gesteld jegens haar aandeelhouders – ongeacht de rechtsgrondslag –, dan zou dit indruisen tegen het in het Unierecht neergelegde verbod van de terugbetaling van de inbreng.

39. In die omstandigheden heeft het Handelsgericht Wien, alvorens ten gronde uitspraak te doen, de behandeling van de zaak geschorst en het Hof de volgende prejudiciële vragen gesteld:

„1. Is een nationale regel die voorziet in de aansprakelijkheid van een naamloze vennootschap

als uitgevende instelling jegens een verkrijger van aandelen wegens schending van informatieverplichtingen die in het recht betreffende de kapitaalmarkten zijn neergelegd overeenkomstig de volgende regelingen in:

- de artikelen 6 en 25 van de [prospectusrichtlijn];
- de artikelen 7, 17 en 28 van de [transparantierichtlijn];
- artikel 14 van de [marktmisbruikrichtlijn];

verenigbaar met de artikelen 12, 15, 16, 19 en 42 van [de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht], zoals gewijzigd?

2. Moeten de artikelen 12, 15, 16 en, in het bijzonder, de artikelen 18, 19 en 42 van [de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht], zoals gewijzigd, aldus worden uitgelegd dat zij in de weg staan aan een nationale regeling op grond waarvan een naamloze vennootschap als gevolg van de in het eerste punt bedoelde aansprakelijkheid aan de verkrijger de koopprijs dient terug te betalen en de verkregen aandelen moet terugnemen?

3. Moeten de artikelen 12, 15, 16, 18, 19 en 42 van [de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht], zoals gewijzigd, aldus worden uitgelegd, dat de in [de eerste vraag] bedoelde aansprakelijkheid van de naamloze vennootschap:

- ook het gebonden vermogen van de naamloze vennootschap (geplaatst kapitaal en reserves in de zin van artikel 15, lid 1, sub a, van deze richtlijn) kan omvatten, en
- ook kan bestaan wanneer zij kan resulteren in de insolventie van de naamloze vennootschap?

4. Moeten de artikelen 12 en 13 van [de waarborgenrichtlijn] aldus worden uitgelegd, dat zij in de weg staan aan een nationale regeling die voorziet in vernietiging met terugwerkende kracht van de verkrijging van de aandelen, en dat in geval van vernietiging van de overeenkomst tot koop van aandelen, deze vernietiging dus moet worden geacht een werking ex nunc te hebben (zie arrest van 15 april 2010, E. Friz, C-215/08, Jurispr. blz. I-2947)?

5. Moeten de artikelen 12, 15, 16, 18, 19 en 42 van [de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht], zoals gewijzigd, en de artikelen 12 en 13 van [de waarborgenrichtlijn] aldus worden uitgelegd, dat de aansprakelijkheid beperkt is tot de waarde van de aandelen – in het geval van een genoteerde vennootschap dus de beurskoers van de aandelen –, op het tijdstip van de geldendmaking van de aanspraak, zodat de aandeelhouder in bepaalde gevallen minder terugkrijgt dan hij zelf voor zijn aandelen betaalde?”

40. Bij het Hof zijn schriftelijke opmerkingen door Hirmann, Immofinanz, Aviso Zeta, de Republiek Oostenrijk, de Portugese Republiek alsook door de Europese Commissie. Hirmann, Immofinanz, de Portugese regering en de Commissie hebben mondelinge opmerkingen gemaakt ter terechtzitting van 17 april 2013.

Voorafgaande vragen

41. Alvorens de vijf prejudiciële vragen van de nationale rechter te onderzoeken, dient het een en ander te worden verduidelijkt.

42. In de eerste plaats merk ik op dat de richtlijnen inzake de bescherming van de aandeelhouders weliswaar essentiële elementen harmoniseren, maar in velerlei opzichten een

ruime beoordelingsmarge aan het nationale recht laten.

43. Zo vereist (bijvoorbeeld) artikel 6, lid 2, van de prospectusrichtlijn dat de lidstaten ervoor zorgen dat „hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie”. Artikel 25, lid 1 voegt hieraan toe de lidstaten „er zorg voor [moeten dragen] dat *overeenkomstig hun nationale wetgeving* passende administratieve maatregelen of administratieve sancties kunnen worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen” (eigen cursivering), dit „onverminderd hun wettelijke aansprakelijkheidsregeling”.

44. Evenzo bevatten artikel 28, lid 1, van de transparantierichtlijn en artikel 14, lid 1, van de marktmisbruikrichtlijn in wezen parallelle bepalingen. Om te beginnen wordt het recht van de lidstaten om strafrechtelijke sancties op te leggen uitdrukkelijk bevestigd. Voorts wordt aan de lidstaten de verplichting („dragen [...] er zorg voor”) opgelegd dat, *overeenkomstig hun nationale wetgeving*, passende administratieve maatregelen kunnen worden genomen of administratiefrechtelijke sancties kunnen worden opgelegd.⁽²⁴⁾ Ten slotte „[zorgen] [d]e lidstaten ervoor dat deze maatregelen doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn”.

45. Hieruit volgt dat, tenzij een welbepaalde remedie wegens schending van een binnen de werkingssfeer van die richtlijnen vallende verplichting uitdrukkelijk (door die richtlijn dan wel door een andere Unierechtelijke maatregel) *verboden* is, het de lidstaten nog steeds vrij staat te voorzien in een remedie die zij geschikt achten.

46. In de tweede plaats heeft de verwijzende rechter weliswaar nog geen feitelijke vaststellingen gedaan betreffende de vraag of, en zo ja, in hoeverre, Immofinanz misleidende informatie heeft verstrekt die Hirmann ertoe heeft gebracht aandelen te kopen, die hij anders misschien niet zou hebben gekocht, doch bepaalde feiten worden niet betwist. Hirmann heeft op een bepaalde datum een aantal aandelen gekocht voor een bepaalde prijs. Die aandelen werden gekocht op de secundaire markt, via een makelaar (Aviso Zeta). De prijs voor de aandelen is volledig voldaan. Deze aankoop vond evenwel niet plaats in het kader van een verhoging van het geplaatste kapitaal van Immofinanz. Het ging om een volstrekt normale aandelentransactie, zoals deze elke dag op de beurs plaatsvinden.

47. In de derde plaats dient er niet alleen een onderscheid te worden gemaakt tussen, enerzijds, civielrechtelijke en administratiefrechtelijke sancties, en, anderzijds, strafrechtelijke sancties, maar moet ook worden onderzocht welk doel werkelijk wordt nagestreefd in het nationale geding dat aanleiding heeft gegeven tot het onderhavige verzoek om een prejudiciële beslissing. In dat geding wenst Hirman opnieuw te worden gebracht in de situatie waarin hij zich zou hebben bevonden indien hij de aandelen niet zou hebben gekocht door de transactie ongedaan te maken en zijn geld terug te krijgen, vermeerderd met interest vanaf de datum van aankoop (7 januari 2005) tot de datum van de uitspraak van de verwijzende rechter. Men zou zich in eerste instantie kunnen aanvragen of een dergelijke vordering eigenlijk wel kan worden aangemerkt als een vordering waarmee wordt beoogt een „sanctie” op te leggen – er lijkt veeleer sprake te zijn van een vordering tot terugbetaling of van een vordering volgens welke de vennootschap civielrechtelijk aansprakelijk moet worden gesteld voor haar fout. Voor zover de toewijzing of afwijzing van die vordering afhangt van de vraag of er een verplichting bestond om correcte informatie te verstrekken aan een potentiële aandeelhouder, en of die verplichting is geschonden, kan wellicht worden gesteld dat de civielrechtelijke sanctie die in casu in het nationale recht op de fout is gesteld (indien deze wordt bewezen), daarin bestaat dat de vennootschap de transactie ongedaan dient te maken en de koopprijs terug dient te betalen. Zou geen dergelijke verplichting bestaan, dan zou de schending van de verplichting niet worden gesanctioneerd (en nog minder zou er sprake zijn van een sanctie die „doeltreffend, evenredig en afschrikkend” is).

48. Ten slotte zij herinnerd aan kwesties in verband met het tijdsverloop.

49. Hirman heeft zijn aandelen op 7 januari 2005 gekocht. Indien en voor zover hij dit heeft gedaan op basis van de door Immofinanz verstrekte onjuiste informatie, was dit de datum waarop de verplichting niet is nageleefd. Op die datum waren de termijnen voor de omzetting van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht (1 januari 1994)(25) en van de marktmisbruikrichtlijn (12 oktober 2004) in nationaal recht verstreken. De relevante datum voor de beoordeling van de remedie die hem ter beschikking dient te staan, is evenwel niet die datum, maar 15 augustus 2011, het tijdstip waarop hij de ongedaanmaking van de aandelentransactie heeft gevorderd voor de nationale rechter. Toen waren ook de omzettingstermijnen voor de prospectusrichtlijn (1 juli 2005), de transparantierichtlijn (20 januari 2007) en de waarborgenrichtlijn (een codificatie – als laatste uiterste datum voor de omzetting is 1 januari 2007 vermeld in bijlage I, deel B) verstreken.

50. Tegen die achtergrond zal ik de verschillende vragen van de verwijzende rechter onderzoeken.

Beoordeling

Eerste drie vragen

51. De eerste drie vragen van de nationale rechter betreffen verschillende facetten van de vraag of de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht in de weg stond aan de ongedaanmaking van een aandelentransactie wanneer de vennootschap haar informatieverplichtingen jegens potentiële investeerders had geschonden. Ik zal deze vragen dan ook tezamen behandelen. In wezen wenst de verwijzende rechter te vernemen of de artikelen 12, 15, 16, 18, 19 en/of 42 van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht eraan in de weg stonden dat een nationale wettelijke regeling tot omzetting van de richtlijnen inzake de bescherming van de aandeelhouders bepaalde dat indien een naamloze vennootschap tekort schoot in haar verplichtingen, zij in haar hoedanigheid van uitgevende instelling aansprakelijk was jegens de investeerder, en verplicht was de koopprijs terug te betalen en de aandelen terug te nemen. Voorts wenst de nationale rechter te vernemen of het in strijd was met de Tweede richtlijn

inzake het vennootschapsrecht dat die aansprakelijkheid ook gold wanneer een naamloze vennootschap, teneinde aan haar verplichtingen te voldoen, een beroep diende te doen op haar netto actief (geplaatst kapitaal plus reserves) en/of insolvelabel kon worden.

52. De nationale rechter lijkt in wezen bezorgd te zijn dat de maatregelen die Oostenrijk heeft vastgesteld ter omzetting van „andere” Unierechtelijke handelingen – met name de richtlijnen inzake de bescherming van de aandeelhouders – in bepaalde opzichten niet zouden kunnen overeenstemmen met hetgeen de Uniewetgever voor ogen had, en dat Oostenrijk aldus (onbedoeld) een situatie heeft gecreëerd waarin de remedie die is vastgesteld wegens schending van rechten die door één of meer van deze richtlijnen zijn verleend, niet verenigbaar is met de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht. Teneinde de nationale rechter zo nuttig mogelijk bij te staan, zal ik bijgevolg een enigszins onorthodoxe benadering volgen bij de analyse van eerste drie prejudiciële vragen. Ik zal eerst onderzoeken wat deze drie richtlijnen zeggen (en vooral niet zeggen) over de wijze waarop zij moeten worden uitgevoerd, waarbij ik de aandacht zal vestigen op de beoordelingsmarge die de Uniewetgever aan de lidstaten heeft gelaten. Vervolgens richt ik mijn blik op de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht en zal ik de (talrijke) door de verwijzende rechter aangehaalde bepalingen onderzoeken, waarbij de vraag rijst of om het even welke van die bepalingen in de weg staat aan een nationale regel als die in het hoofdgeding.

Richtlijnen inzake de bescherming van de aandeelhouders

Prospectusrichtlijn

53. Artikel 6, lid 1, van de prospectusrichtlijn bepaalt dat de lidstaten er zorg voor te dienen dragen dat de verantwoordelijkheid voor de in een prospectus verstrekte informatie ten minste berust bij onder meer de uitgevende instelling. Bijgevolg druist een nationale regel volgens welke een naamloze vennootschap als uitgevende instelling jegens een investeerder aansprakelijk is wegens schending van de informatieverplichtingen, helemaal niet in tegen die bepaling, maar voldoet zij integendeel eraan. Het is juist dat artikel 6, lid 1, het mogelijk maakt „al naargelang van het geval” andere entiteiten dan de uitgevende instelling aansprakelijk te stellen voor schendingen van de informatieverplichtingen. Niets in de gegevens waarover het Hof beschikt, wijst echter erop wijst dat in de onderhavige zaak een andere entiteit dan Immofinanz, in haar hoedanigheid van uitgevende instelling, verantwoordelijk was voor de informatie in haar prospectus. In omstandigheden waarin de uitgevende instelling verantwoordelijk is voor de verstrekte informatie vereist artikel 6 duidelijk dat de uitgevende instelling aansprakelijk wordt gesteld indien die informatie onjuist of misleidend is.

54. Artikel 6, lid 1, van de prospectusrichtlijn preciseert niet welke „administratieve maatregelen” of „administratieve sancties” moeten worden opgelegd indien een dergelijke aansprakelijkheid wordt vastgesteld. Artikel 6, lid 2, bepaalt (in dwingende bewoordingen) dat de lidstaten „er zorg voor [dragen] dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie”, maar preciseert evenmin welke civielrechtelijke remedie moet worden vastgesteld. Artikel 25 bevestigt enkel dat de door de lidstaten vast te stellen administratieve maatregelen of sancties „onverminderd hun wettelijkeaansprakelijkheidsregeling” (en onverminderd hun recht tot het opleggen van strafrechtelijke sancties) gelden.

55. In het kader van de prospectusrichtlijn beschikken de lidstaten dus over een ruime beoordelingsmarge ter zake van de aard van de remedie waarin zij voorzien in het kader van hun wettelijke aansprakelijkheidsregelingen, onder voorbehoud dat de algemene beginselen van het Unierecht en de relevante Unierechtelijke bepalingen in acht worden genomen.

56. In casu voorziet de nationale regel in het hoofdgeding dat de koopprijs wordt terugbetaald en, daarmee samenhangend, dat de vennootschap de aandelen terugkrijgt. De keuze van die remedie is een zaak van de lidstaat. Zij doorkruist of ondermijnt niet kennelijk eventueel opgelegde strafsancities of administratieve maatregelen of sancties. De prospectusrichtlijn staat zeker niet in de weg aan bedoelde remedie. Zij is kennelijk evenredig aan de door de investeerder geleden schade. Zij is niet kennelijk onevenredig aan de schending van de informatieverplichting. De remedie kan uitgevende instellingen waarschijnlijk ervan weerhouden om investeerders te misleiden om hen aandelen te doen kopen door niet te voldoen aan hun informatieverplichtingen, zodat zij waarschijnlijk zowel doeltreffend als afschrikkend is. Zij is volgens mij dan ook zowel verenigbaar met de algemene beginselen van Unierecht als waarschijnlijk in staat de doelen van de prospectusrichtlijn te bevorderen.

Transparantierichtlijn

57. Artikel 7 van de transparantierichtlijn bepaalt dat de lidstaten er zorg voor dragen dat de verantwoordelijkheid voor de overeenkomstig deze richtlijn op te stellen en openbaar te maken informatie bij de uitgevende instelling of bij haar leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan berust. Een nationale regel die een vennootschap als uitgevende instelling aansprakelijk stelt voor schendingen van in die richtlijn vastgestelde verplichtingen lijkt mij te voldoen aan de eisen van deze bepaling. Een dergelijke regel lijkt evenmin haaks te staan op het in artikel 17 van die richtlijn neergelegde beginsel van gelijke behandeling.

58. De transparantierichtlijn preciseert niet in welke civielrechtelijke remedie moet worden vastgesteld voor het geval dat de aansprakelijkheid van een uitgevende instelling is aangetoond. Artikel 28, lid 1 vereist enkel dat de lidstaten er zorg voor dragen dat „ten minste passende administratieve maatregelen of civielrechtelijke en/of administratiefrechtelijke sancties kunnen worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen” (onverminderd hun recht om strafrechtelijke sancties op te leggen), en voegt hieraan toe dat „[d]e lidstaten [...] ervoor [zorgen] dat deze maatregelen doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn”.

59. Net als bij de prospectusrichtlijn, heeft de Uniewetgever hier een ruime beoordelingsmarge aan de lidstaten gelaten. Een remedie die vereist dat een vennootschap de koopprijs terug dient te betalen en haar aandelen terug dient te nemen lijkt mij volledig binnen die beoordelingsmarge te vallen en (zoals gezegd) niet te kunnen worden betwist op grond van de algemene beginselen van het Unierecht. Voor zover ik kan overzien doorkruist of ondermijnt zij evenmin eventueel daarnaast opgelegde strafsancities of administratieve maatregelen of sancties.

Marktmisbruikrichtlijn

60. Ingevolge artikel 14 van de marktmisbruikrichtlijn dienen de lidstaten ervoor te zorgen dat „passende administratieve maatregelen of administratieve sancties” kunnen worden opgelegd aan de voor een schending van de krachtens deze richtlijn vastgestelde bepalingen „verantwoordelijke personen”, zulks „[o]nverminderd het recht van de lidstaten tot het opleggen van strafrechtelijke sancties”. Net als de prospectusrichtlijn en de transparantierichtlijn, preciseert de marktmisbruikrichtlijn niet in welke civielrechtelijke remedie moet worden voorzien voor het geval dat de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling wordt vastgesteld. Opnieuw beschikken de lidstaten dus over een ruime beoordelingsmarge in dat verband, binnen de grenzen die

voortvloeien uit de algemene beginselen van het Unierecht en om het even welke andere relevante Unierechtelijke regeling. In geval dat een naamloze vennootschap inbreuk maakt op die richtlijn, voldoet een nationale regel waarbij zij aansprakelijk wordt gesteld voor een dergelijke schending aan de bewoordingen en het doel van artikel 14 van de marktmisbruikrichtlijn.

61. De remedie waarin het Oostenrijkse recht in het kader van zijn wettelijke aansprakelijkheidsregeling voorziet voor het geval dat de aansprakelijkheid is vastgesteld, lijkt mij volledig te vallen binnen de aan de lidstaten toegekende beoordelingsmarge. Evenzo lijkt zij mij (om de reeds uiteengezette redenen) te stroken met de algemene beginselen van het Unierecht. Ten slotte, voor zover ik kan overzien, doorkruist of ondermijnt zij niet eventueel daarnaast opgelegde strafsancities of administratieve maatregelen of sancties.

62. Ik kom dan ook tot de conclusie dat de prospectusrichtlijn, de transparantierichtlijn en de marktmisbruikrichtlijn niet in de weg staan aan een nationale regel volgens welke een naamloze vennootschap die tekortschiet in haar uit deze richtlijnen voortvloeiende verplichtingen, verplicht is haar aandelen terug te kopen en de koopprijs aan de investeerder terug te betalen.

Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht

63. Ook indien de richtlijnen inzake de bescherming van de aandeelhouders niet in de weg staan aan een dergelijke nationale regel (en die regel zelfs in overeenstemming lijkt te zijn met de bewoordingen van deze richtlijnen en de doelstellingen ervan lijkt te bevorderen), rijst de vraag of – zoals Immofinanz betoogt – deze regel in strijd is met de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht?

64. Immofinanz en Aviso Zeta betogen dat de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht in de weg stond aan een dergelijke nationale regel, aangezien deze indruist tegen het beginsel van instandhouding van het kapitaal, het verbod voor een vennootschap om eigen aandelen te verkrijgen en het beginsel van gelijke behandeling. Immofinanz en Aviso Zeta betogen met name dat de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht zich ertegen verzette dat een dergelijke aansprakelijkheid het netto actief van een vennootschap aantast of zo ver gaat dat de vennootschap insolvent zou kunnen worden.

65. Hirmann, de Portugese regering en de Commissie betogen dat de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht zelfs dan niet in de weg stond aan de in geding zijnde nationale regel, wanneer een naamloze vennootschap, teneinde te voldoen aan die aansprakelijkheid, haar netto actief zou dienen aan te spreken of insolvent zou worden.

66. De Oostenrijkse regering beperkt zich ertoe de aandacht van het Hof te vestigen op twee arresten van het Oberste Gerichtshof (Oostenrijkse hooggerichtshof) van 30 maart 2011(26) en 15 maart 2012(27), waarmee zij het eens is. In die arresten heeft het Oberste Gerichtshof geoordeeld dat de bepalingen van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht niet in de weg stonden aan de vernietiging van een overeenkomst tot koop van aandelen en aan de terugbetaling van de betaalde bedragen.

67. Ik ben van mening dat de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht niet in de weg stond aan de in geding zijnde nationale regel.

68. De verwijzende rechter heeft een groot aantal bepalingen van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht aangehaald. Teneinde mijn analyse enigszins te structureren, zal ik als volgt te werk gaan: 1) eerst zal ik onderzoeken of een betaling aan Hirmann op grond van de nationale regeling zou neerkomen op een door artikel 15 verboden uitkering die overeenkomstig artikel 16 moet worden terugbetaald; 2) vervolgens zal mijn aandacht uitgaan naar de regel dat

een vennootschap geen eigen aandelen mag verkrijgen en naar de uitzonderingen op die regel (artikelen 18, 19 en 20); 3) daarna zal ik de verplichting om de aandeelhouders gelijk te behandelen (artikel 42) onderzoeken; 4°) ik zal mijn analyse vervolledigen door een onderzoek van de laatste door de verwijzende rechter aangehaalde bepaling (artikel 12), en 5°) ten slotte zal ik kort ingaan op de vraag of de omstandigheid dat een naamloze vennootschap, teneinde te voldoen aan een dergelijke aansprakelijkheid, zich gedwongen kan zien haar netto actief aan te spreken of insolvent zou kunnen worden, gevolgen kan hebben voor mijn conclusie.

Voorschriften betreffende uitkeringen (artikelen 15 en 16)

69. Artikel 15 stond in de weg aan elke uitkering aan de aandeelhouders indien uit de laatste jaarrekening van de vennootschap bleek dat het netto actief was gedaald of ingevolge de uitkering zou dalen beneden het bedrag van het geplaatste kapitaal. (Artikel 6 voorzag in een minimumbedrag aan geplaatst kapitaal voor de oprichting van een vennootschap of voor het verkrijgen van de toestemming om haar werkzaamheden aan te vatten). De vraag rijst evenwel of het begrip „uitkering” ook het geval omvat waarin een vennootschap wettelijk verplicht is om de koopprijs aan de investeerder terug te betalen wanneer zij tekort is geschoten in haar informatieverplichtingen.

70. Het in artikel 15 vermelde begrip „uitkering” werd niet gedefinieerd in de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht, ook al bepaalde artikel 15, lid 1, sub d, dat het „in het bijzonder de betaling van dividenden en de betaling van rente op aandelen [omvat]”. Mijns inziens moet dat begrip aldus worden uitgelegd dat het niet ziet op betalingen ter vergoeding van schade die een investeerder heeft geleden doordat de vennootschap tekort is geschoten in haar verplichtingen.

71. Een dergelijke uitlegging is niet in strijd met de doelstellingen van artikel 15, die blijkens de tweede en de vierde overweging van de considerans van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht, erin bestonden te zorgen voor een gelijkwaardige bescherming van de aandeelhouders en de schuldeisers, onder meer door naamloze vennootschappen te verplichten hun maatschappelijk kapitaal in stand te houden en „inzonderheid door te verbieden dit kapitaal aan te tasten door onverplichte uitkeringen aan de aandeelhouders.” Het oogmerk was te voorkomen dat er ongepaste en *niet verschuldigde* uitkeringen van geplaatst kapitaal aan aandeelhouders *in hun hoedanigheid van aandeelhouders* zouden plaatsvinden. Wanneer een bedrag wordt betaald aan een investeerder die, misleid door het prospectus van de vennootschap, aandelen heeft gekocht, dan wordt dat bedrag hem daarentegen niet betaald in zijn hoedanigheid van aandeelhouder (om redenen die ik hieronder uiteenzet) en gaat het om de betaling van een vergoeding die hem verschuldigd is.

72. Een dergelijke betaling vindt niet plaats op eigen initiatief van de vennootschap, maar om te voldoen aan een wettelijke verplichting. De verplichting om te betalen vloeit voort uit de betrekking van de vennootschap met potentiële investeerders die vertrouwen op het prospectus bij hun beslissing om te investeren, en niet uit haar betrekking met bestaande aandeelhouders. Zou aan het einde van het geding voor de nationale rechter in de onderhavige zaak worden geoordeeld dat een bedrag moet worden betaald, dan zou dat bedrag aan Hirmann worden betaald omdat hij een derde-schuldeiser met een vordering op de vennootschap was, niet omdat hij een aandeelhouder was.

73. Een dergelijke betaling is mijns inziens geen „uitkering” van kapitaal in de zin van artikel 15, lid 1, zelfs indien de derde-schuldeiser ook aandeelhouder van de betrokken vennootschap is. Een paar voorbeelden kunnen ertoe bijdragen dit standpunt te verduidelijken.

74. Veronderstel bijvoorbeeld dat de verhuurder van het kantoorgebouw van de vennootschap aandeelhouder is van de vennootschap en dat de vennootschap de verschuldigde huur niet op tijd

heeft betaald. De verhuurder spant een proces aan, waarbij hij betaling van de achterstallige huur vordert. Zijn aanspraak op de huur zou niet gebaseerd zijn op zijn hoedanigheid van aandeelhouder, en de huur die hem door de vennootschap wordt betaald (ongeacht of dit na een ingebrekestelling dan wel na een rechterlijke beslissing geschiedt) is geen kapitaaluitkering in de zin van artikel 15.

75. Evenzo zou in het geval van een werknemer van een vennootschap die aandelen van deze vennootschap heeft gekocht of gekregen en slachtoffer wordt van een arbeidsongeval doordat de vennootschap haar zorgvuldigheidsplicht jegens hem niet heeft nageleefd, zijn recht om van de vennootschap een schadevergoeding voor zijn letsels te vorderen, niets van doen hebben met zijn hoedanigheid van aandeelhouder. De betaling van een vergoeding door de vennootschap zou in die omstandigheden geen uitkering van kapitaal zijn.

76. Aangezien een betaling aan een derde-schuldeiser die toevallig ook aandeelhouder is, geen „uitkering” van kapitaal in de zin van artikel 15 is, staat die bepaling niet in de weg aan een dergelijke betaling.

77. Artikel 16 van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht vereist enkel dat elke uitkering die in strijd met artikel 15 wordt gedaan, wordt terugbetaald. Gelet op mijn conclusie met betrekking tot de juiste uitlegging van artikel 15, vindt artikel 16 in casu dus geen toepassing.

Verbod voor vennootschappen om eigen aandelen te verkrijgen en uitzonderingen van dat verbod

78. Krachtens artikel 18, lid 1, van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht mochten vennootschappen geen eigen aandelen nemen. Artikel 19 bepaalde evenwel dat lidstaten vennootschappen konden toestaan eigen aandelen te verkrijgen onder de daarin bepaalde voorwaarden, terwijl artikel 20 het hun mogelijk maakte artikel 19 niet toe te passen in bijzondere omstandigheden waarin een vennootschap aandelen verkreeg.

79. Deze artikelen hadden tot doel aandeelhouders en schuldeisers te beschermen tegen gedragingen op de markt die het kapitaal van een vennootschap kunnen verminderen en haar aandelenkoers kunstmatig kunnen verhogen. Dit doel komt niet in het gedrang wanneer een vennootschap haar eigen aandelen verkrijgt omdat zij daartoe wettelijk verplicht is. Zoals de Portugese regering en de Commissie terecht beklemtonen, voorziet artikel 20, lid 1, sub d immers uitdrukkelijk in de mogelijkheid voor lidstaten om vennootschappen toe te staan aandelen te verkrijgen „krachtens een wettelijke verplichting”, zonder dat zij daarvoor een van de in artikel 19 vastgestelde procedures hoeven te volgen. Wanneer de aan de orde zijnde nationale regel een naamloze vennootschap verplicht om haar eigen aandelen (opnieuw) te verkrijgen in het kader van een remedie in samenhang met een schending van haar verplichtingen, is er dus sprake van een verkrijging op grond van een wettelijke verplichting, met betrekking waartoe artikel 20, lid 1, sub d, uitdrukkelijk bepaalt dat de lidstaten deze kunnen toestaan.

80. Artikel 18 stond dus niet in de weg aan de in geding zijnde nationale regel.

Beginsel van gelijke behandeling

81. Artikel 42 bepaalde dat, voor de toepassing van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht, de lidstaten „een gelijke [be]handeling [moeten waarborgen] van aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden”. Zoals blijkt uit de zinsnede „[v]oor de toepassing van deze richtlijn”, gold deze verplichting enkel in het specifieke kader van deze richtlijn.(28)

82. Een aandeelhouder die wettelijk aanspraak kan maken op redres in verband met de koop

van aandelen op basis van een misleidend prospectus, verkeert niet in dezelfde situatie als een aandeelhouder die zich niet op dat prospectus heeft gebaseerd. Het beginsel van gelijke behandeling van de aandeelhouders staat er dus niet aan in de weg dat een remedie wordt verleend aan een aandeelhouder die aanspraak kan maken op deze remedie.(29)

Artikel 12

83. Op grond van artikel 12 van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht mochten aandeelhouders niet worden ontheven van de verplichting tot storting van hun inbreng. Aldus werd het bij de oprichting van de vennootschap geplaatste kapitaal beschermd, doordat het volledige geplaatste kapitaal moest worden gestort. Aangezien Hirmann a) gewone aandelen heeft gekocht op de secundaire markt en b) deze aandelen volledig heeft betaald, is deze bepaling in casu niet relevant.

Hoe ligt de situatie, wanneer voor de betaling een beroep dient te worden gedaan op het geplaatste kapitaal of op de reserves of wanneer de betaling kan leiden tot de insolventie van de vennootschap?

84. Om te beginnen merk ik op dat, voor zover ik kan overzien, deze vraag louter hypothetisch is. Niets in het aan het Hof overgelegde dossier suggereert dat Immofinanz, indien zij door de rechter zou worden gelast 1 375,02406 aandelen terug te kopen en aan Hirmann 10 013,75 EUR, vermeerderd met rente, te betalen, haar reserves zou dienen aan te spreken of haar geplaatst kapitaal zou moeten aantasten om te voldoen aan die verplichting.

85. Indien en voor zover deze vraag moet worden beantwoord, blijf ik bij mijn standpunt dat, aangezien een dergelijke betaling aan een derde-schuldeiser geen kapitaaluitkering in de zin van artikel 15 is, de door die bepaling gestelde grenzen aan het bedrag aan kapitaal dat een naamloze vennootschap aan haar aandeelhouders mag uitkeren, niet gelden bij een dergelijke betaling. Hieruit volgt dat artikel 15 er niet aan in de weg zou hebben gestaan dat een naamloze vennootschap die tekort is geschoten in haar verplichtingen een investeerder zou vergoeden, zelfs indien zij daarbij een beroep had moeten doen op haar netto actief om aan die verplichtingen te voldoen en daardoor insolvent had kunnen worden.

86. Ik kan evenwel enkel herhalen dat, in het licht van de informatie waarover het Hof beschikt, veeleer sprake is van een hypothetische vraag dan van een echte vraag.

87. Ik kom bijgevolg tot de conclusie dat de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht niet in de weg stond aan een nationale regel zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde is.

Vierde en vijfde vraag

88. Met zijn vierde en vijfde vraag stelt de nationale rechter in wezen vragen betreffende het tijdsverloop. Ik zal ze dan ook tezamen behandelen. De gestelde schending deed zich voor op 7 januari 2005. Hirmann heeft op 15 augustus 2011 aanspraak gemaakt op een remedie. Staan de waarborgenrichtlijn en/of de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht in de weg aan een nationale regeling die voorziet in de vernietiging met terugwerkende kracht van een overeenkomst tot koop van aandelen, resulterend in de terugbetaling van de oorspronkelijke koopprijs die werd betaald op de datum waarop de schending plaatsvond (terugbetaling gebaseerd op de waarde van de aandelen ex tunc)? Of vereisten die richtlijnen dat bij de beoordeling van de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling wordt gezien naar de waarde van de aandelen op het tijdstip waarop de aanspraak geldend werd gemaakt (terugbetaling op basis van de waarde van de aandelen ex nunc)?

89. Hirmann stelt dat hij recht heeft op de oorspronkelijk betaalde koopprijs (vermeerderd met rente) omdat hij, indien hij niet was misleid, de aandelen niet zou hebben gekocht. De Oostenrijkse regering, die zich heeft aangesloten bij het standpunt van het Oberste Gerichtshof(30) dat de bescherming van de aandeelhouders voorrang krijgt op de instandhouding van het maatschappelijk kapitaal, gaat niet als zodanig in op deze vragen.

90. Immofinanz daarentegen betoogt dat wanneer zou worden toegestaan dat een investeerder de oorspronkelijk betaalde koopprijs zou terugvorderen, dit dezelfde gevolgen zou kunnen hebben als de vaststelling van de nietigheid van de vennootschap. Dat zou resulteren in rechtsonzekerheid en indruisen tegen de artikelen 12 en 13 van de waarborgenrichtlijn, waarin op exhaustieve wijze de voorwaarden zijn vermeld waaronder de nietigheid van een vennootschap kan worden uitgesproken. Voorts stelt Immofinanz (onder verwijzing naar het arrest E. Friz(31), en daarin gesteund door Aviso Zeta) dat het voortbestaan van de vennootschap het belangrijkste is. Zou de aandelentransactie ongedaan moeten worden gemaakt en zouden de aandelen terug moeten worden overgedragen aan Immofinanz en de betrokken bedragen moeten worden terugbetaald, dan moet bijgevolg het terug te betalen bedrag ex nunc (waarde van de aandelen op het tijdstip waarop de aanspraak geldend is gemaakt) en niet ex tunc (oorspronkelijke koopprijs) worden berekend.

91. De Portugese regering en de Commissie zijn van mening dat de artikelen 12 en 13 van de waarborgenrichtlijn niet van toepassing zijn. De vernietiging van de aandelentransactie zou niet resulteren in de nietigheid van Immofinanz. Een dergelijke beslissing kan slechts door een rechter worden genomen. Bovendien vereisen deze bepalingen van de waarborgenrichtlijn noch de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht dat de vernietiging van een overeenkomst slechts gevolgen ex nunc kan hebben of dat om het even welke daarmee verband houdende aansprakelijkheid ex nunc moet wordt vastgesteld. De Commissie voegt hieraan toe dat het aan de nationale rechter staat om vast te stellen hoe ver de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling reikt, daarbij rekening houdend met het beginsel van gelijke behandeling van de aandeelhouders die zich in een identieke situatie bevinden.

92. Ik ben het eens met het betoog van de Portugese regering en de Commissie.

93. Artikel 12, sub a, van de waarborgenrichtlijn bepaalt dat „de nietigheid [...] door de rechter [moet] worden uitgesproken” en alleen in een van de zes in artikel 12, sub b, punten i-vi limitatief omschreven gevallen kan worden uitgesproken. Artikel 13 betreft de gevolgen van een dergelijke nietigheid. Een rechterlijke beslissing waarbij de aansprakelijkheid van een vennootschap jegens een investeerder wordt vastgesteld is evenwel niet hetzelfde als een beslissing waarbij de nietigheid wordt vastgesteld. Bijgevolg zijn de artikelen 12 en 13 van de waarborgenrichtlijn kennelijk niet relevant voor de aansprakelijkheid van een naamloze vennootschap die tekort is geschoten in haar informatieverplichtingen en doen zij niet ter zake voor de vraag of deze aansprakelijk ex nunc dan wel ex tunc gevolgen sorteert.

94. De richtlijnen inzake de bescherming van de aandeelhouders stellen geen specifieke voorwaarden aan de aard van de remedie die een lidstaat moet opleggen indien een uitgevende instelling tekortschiet in haar verplichting tot het verstrekken van informatie, tenzij dat de opgelegde sancties „doeltreffend, evenredig en afschrikkend” moeten zijn. De lidstaten beschikken dus over een ruime beoordelingsmarge, die noodzakelijkerwijs ook de bevoegdheid omvat om te beslissen of de vernietiging van de koop van aandelen ex tunc dan wel ex nunc gevolgen sorteert.

95. In het arrest E. Friz(32) heeft het Hof geoordeeld dat wanneer een consument gebruik heeft gemaakt van zijn recht om zijn toetreding tot een in de vorm van een personenvennootschap opgericht gesloten immobiliënfonds te herroepen, richtlijn 85/577(33) er niet aan in de weg stond

dat de overeenkomst met werking *ex nunc* werd herroepen.⁽³⁴⁾ Dat arrest mag niet in die zin worden opgevat dat het *eist* dat de lidstaten, in de context van de verschillende in casu aan de orde zijnde richtlijnen, ervoor zorgen dat de vernietiging van een aandelentransactie wegens schending door een vennootschap van haar informatieverplichting slechts *ex nunc* gevolgen sorteert.

96. Tenslotte wijst niets in de tekst van de artikelen 12, 15, 16, 18, 19 en/of 42 van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht erop dat zij een dergelijke eis bevatten. Ik ben het eens met de Commissie dat een nationale rechter mogelijkerwijs maatregelen moet nemen om te verzekeren dat alle aandeelhouders die aandelen hebben gekocht op basis van dezelfde misleidende informatie gelijk worden behandeld, zoals artikel 42 vereist. Afgezien daarvan ben ik van mening dat al die bepalingen irrelevant zijn voor een beslissing over de vraag of de gevolgen *ex nunc* dan wel *ex tunc* zijn. Zoals gezegd, is dat een vraag van nationaal recht.

Conclusie

97. Gelet op een en ander geef ik het Hof in overweging de vragen van het Handelsgericht Wien te beantwoorden als volgt:

„1) Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad, richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad en richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad staan niet in de weg aan een nationale regel volgens welke een naamloze vennootschap die tekortschiet in haar uit deze richtlijnen voortvloeiende verplichtingen, verplicht is haar aandelen terug te kopen en de koopprijs aan de investeerder terug te betalen. Ook de artikelen 12, 15, 16, 18, 19 en/of 42 van richtlijn 77/91/EEG van de Raad staan niet in de weg aan een dergelijke nationale regel.

2) Richtlijn 2009/101/EG van het Europees Parlement en de Raad noch richtlijn 77/91/EEG van de Raad staat in de weg aan de vernietiging met terugwerkende kracht van een overeenkomst tot koop van aandelen, welke vernietiging tot gevolg heeft dat de oorspronkelijke koopprijs wordt terugbetaald.”

1 – Oorspronkelijke taal: Engels.

2 – Tweede richtlijn van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, tweede alinea, van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken (PB 1977, L 26, blz. 1). De Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht is ingetrokken en vervangen door richtlijn 2012/30/EU van het Europees Parlement en de Raad van 25 oktober 2012 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 54, tweede alinea, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken (PB L 315, blz. 74). Zij was voordien gewijzigd bij richtlijn 92/101/EEG van de Raad van 23 november 1992 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG betreffende de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal (PB L 347, blz. 64), en in de aldus gewijzigde versie gold zij op 7 januari 2005, het tijdstip waarop de in het hoofdgeding aan de orde zijnde overeenkomst tot koop van aandelen werd gesloten. Zij is naderhand gewijzigd bij richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 september 2006 tot wijziging van

richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal (PB L 264, blz. 32) en richtlijn 2006/99/EG van de Raad van 20 november 2006 tot aanpassing van een aantal richtlijnen op het gebied van vennootschapsrecht, in verband met de toetreding van Bulgarije en Roemenië (PB L 363, blz. 137).

3 – Zie voetnoot 2 supra.

4 – Artikel 17 van richtlijn 2012/30 (aangehaald in voetnoot 2) is in de plaats gekomen van artikel 15 van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht.

5 – Artikel 20 van richtlijn 2012/30 (aangehaald in voetnoot 2) is in de plaats gekomen van artikel 18 van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht.

6 – Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG (PB L 345, blz. 64). Deze richtlijn moest uiterlijk op 1 juli 2005 door de lidstaten in nationaal recht zijn omgezet (artikel 29). Het is mij niet bekend of deze versie van de prospectusrichtlijn in Oostenrijks recht was omgezet op 7 januari 2005, de datum van de overeenkomst tot koop van de aandelen. Zo dat niet het geval was, zou het nationale recht in overeenstemming kunnen zijn geweest met de daaraan voorafgaande voorschriften van richtlijn 89/298/EEG van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbidding van effecten (PB L 124, blz. 8). De prospectusrichtlijn is sindsdien gewijzigd bij richtlijn 2008/11/EG tot wijziging van richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, wat de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden betreft (PB L 76, blz. 37), maar de in casu relevante artikelen 6 en 25 zijn daarbij niet gewijzigd.

7 – Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG (PB L 390, blz. 38). Deze richtlijn moest slechts op 20 januari 2007 in nationaal recht zijn omgezet. Op de datum waarop de aandelen zijn gekocht, zou het nationale recht dus in overeenstemming kunnen zijn geweest met de transparantievereisten van de reeds genoemde richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd, die in werking trad op 26 juli 2001 en waarbij een aantal eerdere richtlijnen werden gecodificeerd, met name richtlijn 82/121/EEG van 15 februari 1982 betreffende de periodieke informatieverstrekking door vennootschappen waarvan de aandelen tot de officiële notering aan een effectenbeurs zijn toegelaten (PB L 48, blz. 26).

8 – Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (PB L 96, blz. 16). Hoewel deze richtlijn, gelet op de doelstellingen ervan, beter „marktintegriteitrichtlijn” zou worden genoemd, staat zij algemeen bekend als de „marktmisbruikrichtlijn”, en ik zal deze conventie dan ook volgen. De lidstaten dienden deze richtlijn tegen 12 oktober 2004 uit te voeren. Zij is sindsdien gewijzigd bij richtlijn 2010/78/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van de richtlijnen 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG en 2009/65/EG wat de bevoegdheden van de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit), de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor verzekeringen en

bedrijfspensioenen) en de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten) betreft (PB L 331, blz. 120), maar de tekst van het in casu relevante artikel 14, lid 1, ervan is daarbij niet gewijzigd.

9 – Richtlijn 2009/101/EG van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 strekkende tot het coördineren van de waarborgen, welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van de tweede alinea van artikel 48 van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, zulks teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken (PB L 258, blz. 11). Deze richtlijn dateert van na de in het hoofdgeding aan de orde zijnde aankoop van aandelen. De door de nationale rechter aangehaalde artikelen 12 en 13 zijn tot op heden nog niet gewijzigd.

10 – Hierna verwijs ik naar deze richtlijnen samen als de „richtlijnen inzake de bescherming van de aandeelhouders”.

11 – Deze opsomming is behouden in artikel 1 van en bijlage I bij richtlijn 2012/30, aangehaald in voetnoot 2.

12 – Artikel 6 van richtlijn 2012/30 is in de plaats gekomen van artikel 6 van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht.

13 – Artikel 14 van richtlijn 2012/30 is in de plaats gekomen van artikel 12 van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht.

14 – Vervangen door artikel 17 van richtlijn 2012/30.

15 – Vervangen door artikel 20 van richtlijn 2012/30.

16 – Vervangen door artikel 21 van richtlijn 2012/30.

17 – Artikel 19, lid 1, sub a.

18 – Artikel 19, lid 1, sub c.

19 – Artikel 19, lid 1, sub d.

20 – Vervangen door artikel 22, lid 1, sub d, van richtlijn 2012/30.

21 – Zie de punten 1 en 2 van de considerans van de richtlijn.

22 – Consumenten in de zin van deze bepaling zijn particulieren die op eigen naam handelen en niet namens een vennootschap. Kennelijk valt Hirmann voor zijn aandelenkoop onder deze definitie.

23 – Het mag eigenaardig lijken dat de aandelenkoop van Hirmann ook betrekking zou hebben gehad op een deel van een aandeel. Dit is echter het in de verwijzingsbeslissing vermelde aantal aandelen.

24 – Artikel 28, lid 1, van de transparantierichtlijn vermeldt tevens civielrechtelijke sancties.

25 – Zie voetnoot 2 supra, waarin de toentertijd geldende versie de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht is vermeld.

26 – Zaak 7 Ob 77/10i.

27 – Zaak 6 Ob 28/12d.

28 – Arrest van het Hof van 15 oktober 2009, Audiolux e.a. (C-101/08, Jurispr. blz. I-9823, punten 37-42). Zie tevens de vijfde overweging van de considerans van de Tweede richtlijn inzake het vennootschapsrecht.

29 – Indien meer dan een aandeelhouder recht heeft op een remedie, zal de nationale rechter het beginsel van gelijke behandeling uiteraard dienen toe te passen ten aanzien van alle aandeelhouders die zich in dezelfde situatie bevinden wanneer hij de aansprakelijkheid van de vennootschap jegens ieder van hen vaststelt.

30 – Zie voetnoten 26 en 27 supra.

31 – Aangehaald in punt 39.

32 – Ibid.

33 – Richtlijn 85/577/EEG van de Raad van 20 december 1985 betreffende de bescherming van de consument bij buiten verkoopruimten gesloten overeenkomsten (PB L 372, blz. 31).

34 – Aangehaald in punt 39, punt 50.