



Samling af Afgørelser

DOMSTOLENS DOM (Anden Afdeling)

17. september 2014*

»Præjudiciel forelæggelse — regler for virksomhederne — direktiv 2003/71/EF — artikel 3, stk. 1 — krav om offentliggørelse af et prospekt, når værdipapirer udbydes til offentligheden — tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer«

I sag C-441/12,

angående en anmodning om præjudiciel afgørelse i henhold til artikel 267 TEUF, indgivet af Hoge Raad der Nederlanden (Nederlandene) ved afgørelse af 28. september 2012, indgået til Domstolen den 3. oktober 2012, i sagen:

Almer Beheer BV,

Daedalus Holding BV

mod

Van den Dungen Vastgoed BV,

Oosterhout II BVBA,

har

DOMSTOLEN (Anden Afdeling)

sammensat af afdelingsformanden, R. Silva de Lapuerta, og dommerne J.L. da Cruz Vilaça (refererende dommer), G. Arestis, J.-C. Bonichot og A. Arabadjiev,

generaladvokat: E. Sharpston

justitssekretær: ekspeditionssekretær M. Ferreira,

på grundlag af den skriftlige forhandling og efter retsmødet den 18. september 2013,

efter at der er afgivet indlæg af:

- den nederlandske regering ved M. de Ree og C. Wissels, som befuldmægtigede
- den tjekkiske regering ved M. Smolek, som befuldmægtiget
- den tyske regering ved T. Henze, J. Möller og J. Kemper, som befuldmægtigede

* Processprog: nederlandsk.

— den polske regering ved B. Majczyna og M. Szpunar, som befuldmægtigede
— den portugisiske regering ved L. Inez Fernandes, D. Tavares og A. Cunha, som befuldmægtigede
— Europa-Kommissionen ved A. Nijenhuis og R. Vasileva, som befuldmægtigede,
og efter at generaladvokaten har fremsat forslag til afgørelse i retsmødet den 19. juni 2014,
afsagt følgende

Dom

- 1 Anmodningen om præjudiciel afgørelse vedrører fortolkningen af artikel 1, stk. 2, litra h), og artikel 3, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EUT L 345, s. 64), som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2008/11/EF af 11. marts 2008 (EUT L 76, s. 37, herefter »»prospekt«-direktivet«).
- 2 Anmodningen er indgivet under en sag mellem Almer Beheer BV og Daedalus Holding BV (herefter »Almer Beheer m.fl.«) og Van den Dungen Vastgoed BV og Oosterhout II BVBA (herefter »Van den Dungen m.fl.«) vedrørende Almer Beheer m.fl.s anmodning om, at det tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer, som selskaberne var indehavere af, skulle underlægges krav om offentliggørelse af et prospekt.

Retsforskrifter

EU-retten

- 3 10., 18. og 19. betragtning til »prospekt«-direktivet har følgende ordlyd:
»(10) Formålet med direktivet og dets gennemførelsesforanstaltninger er at sikre investorbeskyttelse og markedseffektivitet i overensstemmelse med de høje reguleringsstandarder, der vedtages i de relevante internationale fora.
[...]
(18) Komplette oplysninger om værdipapirer og udstedere af sådanne sikrer, sammen med regler for forretningsvirksomhed, investorernes beskyttelse. I øvrigt er sådanne oplysninger et effektivt middel til at styrke tilliden til værdipapirer, og de bidrager således til at sikre, at værdipapirmarkederne fungerer tilfredsstillende, og til at fremme udviklingen af disse. Den relevante måde at afgive nævnte oplysninger på er offentliggørelse af et prospekt.
(19) Investeringer i værdipapirer indebærer som enhver anden form for investering en risiko. Der er i alle medlemsstater behov for foranstaltninger til beskyttelse af faktiske og potentielle investorers interesser, så disse sættes i stand til at vurdere sådanne risici korrekt og dermed kan træffe deres investeringsbeslutninger på et kvalificeret grundlag.«
- 4 Direktivets artikel 1, stk. 1 og 2, bestemmer følgende:
»1. Formålet med dette direktiv er at harmonisere kravene ved udarbejdelse, godkendelse og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt i en medlemsstat.

2. Dette direktiv finder ikke anvendelse på:

[...]

h) værdipapirer, der indgår i en udstedelse, hvor hele udstedelsen beløber sig til under 2 500 000 EUR, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder

[...]«

5 Direktivets artikel 2, stk. 1, litra d), har følgende ordlyd:

»I dette direktiv forstås ved:

[...]

d) »udbud af værdipapirer til offentligheden«: henvendelse til personer i enhver form og ad enhver vej med tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer, således at en investor bliver i stand til at træffe afgørelse om køb eller tegning af disse værdipapirer. [...]

[...]«

6 Direktivets artikel 3, stk. 1, bestemmer:

»Medlemsstaterne giver ikke tilladelse til udbud af værdipapirer til offentligheden inden for deres område, før der er offentliggjort et prospekt.«

7 »Prospekt«-direktivets artikel 5, stk. 1, har følgende ordlyd:

»Med forbehold af artikel 8, stk. 2, skal prospektet indeholde samtlige de oplysninger, som afhængigt af de karakteristiske træk ved udstederen og ved de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, er nødvendige for, at investorerne kan danne sig et velbegrunderet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater, forventede udvikling samt en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til disse værdipapirer. Sådanne oplysninger skal fremlægges i en let analyserbar og forståelig form.«

8 Direktivets artikel 13, stk. 1, bestemmer følgende:

»Prospektet må ikke offentliggøres, før det er godkendt af hjemlandets kompetente myndighed.«

9 »Prospekt«-direktivet er blevet ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2010/73/EU af 24. november 2010 (EUT L 327, s. 1), som trådte i kraft den 31. december 2010. Henset til tidspunktet for de faktiske omstændigheder i hovedsagen er det »prospekt«-direktivet, der finder anvendelse ratione temporis på disse faktiske omstændigheder.

Nederlandsk ret

10 »Prospekt«-direktivet blev gennemført i nederlandsk ret ved Wet op het financieel toezicht af 28. september 2006 (lov om finansielt tilsyn, herefter »Wft«).

11 Wft's artikel 5, stk. 2, bestemmer:

»I Nederlandene er det forbudt at udbyde værdipapirer til offentligheden eller optage disse værdipapirer til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt på det nederlandske område, medmindre der er offentliggjort et prospekt vedrørende dette udbud eller denne optagelse, som er godkendt af den myndighed, der er ansvarlig for de finansielle markeder, eller en anden medlemsstats tilsynsmyndighed.«

Twisten i hovedsagen og de præjudicielle spørgsmål

12 Almer Beheer m.fl. og Van den Dungen m.fl. indgik den 16. juli 2003 en aftale, hvorefter de – mod betaling af en salgspris – overførte deres aktier i andre selskaber til Global Hail Group BV (herefter »Hail-koncernen«).

13 Til gennemførelse af aftalen blev selskabet Stichting Administratiekantoor Global Hail (herefter »STAK«) etableret, og alle aktier i Hail-koncernen blev anbragt i dette selskab.

14 Almer Beheer m.fl. var indehavere af aktiecertifikater i Hail-koncernen udstedt af STAK.

15 Som følge af uoverensstemmelser mellem parterne i forbindelse med aftalens gennemførelse, pålagde Gerechtshof 's Hertogenbosch (appelleret i 's Hertogenbosch) ved dom af 30. november 2010 Almer Beheer m.fl. at betale et beløb på 500 000 EUR til Van den Dungen m.fl. Betalingen udgjorde a conto på købsprisen for aktier i fire selskaber, som var afstået til Hail-koncernen.

16 For at få sikkerhed for betalingen gjorde Van den Dungen m.fl. den 11. december 2009 udlæg i de aktiecertifikater, som Almer Beheer m.fl. var i besiddelse af, og efterfølgende nedlagde de påstand ved Rechtbank Breda (retten i Breda) om, at de certifikater, som er genstand for udlæg, skulle sælges og overdrages, og at retten skulle fastlægge fristen, de nærmere bestemmelser og betingelserne for dette salg.

17 Rechtbank fastslog den 27. december 2010, at salg og overdragelse af aktiecertifikaterne skulle gennemføres inden seks måneder af en retsmedsmand (»deurwarder«), som Van den Dungen m.fl. skulle udpege, og at salget skulle finde sted inden for rammerne af en offentlig auktion, som skulle annonceres i to landsdækkende dagblade. Aktiecertifikaterne skulle sælges til den højstbydende, og under auktionen skulle retsmedsmanden tilstræbe, at der kun blev afhændet de certifikater, der var nødvendige til at dække beløbet på 500 000 EUR forhøjet med omkostningerne til retssagen, herunder udlægsforretningerne og auktionen.

18 Rechtbank Breda fastslog ligeledes, at prospektpligten i henhold til Wft's artikel 5, stk. 2, ikke fandt anvendelse på det pågældende salg af aktiecertifikater, da Wft ikke havde til formål at beskytte købere, som bevidst indgår en risiko ved at købe på tvangsauktioner, for at opnå en gevinst, men alene at beskytte investorer og sparere mod uhæderlige bud, ufuldstændige informationer og usagkyndig adfærd.

19 Almer Beheer m.fl. appellerede dommen til Gerechtshof 's Hertogenbosch, som stadfæstede den ved dom af 5. april 2011.

20 Denne dom har været genstand for kassationsanke indbragt af Almer Beheer m.fl. ved Hoge Raad der Nederlanden (Nederlandenes højesteret).

21 Den forelæggende ret har indledningsvist anført, at det centrale spørgsmål består i at afgøre, om forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt ligeledes finder anvendelse ved det tvangsfuldbyrdsessalg af aktiecertifikater, som er omhandlet i den sag, der er indbragt for den.

- 22 Retten har i denne forbindelse anført, at der ikke ved vedtagelsen af »prospekt«-direktivet blev givet særlig opmærksomhed til den særlige situation med tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer. Et sådant salg er imidlertid karakteriseret ved den omstændighed, at der ikke er tale om en normal markedssituation. De udlagte genstande sælges ikke af ejeren eller den rettighedshavende, men af rekvirenten af tvangsfuldbyrdelsen, ofte via en retsbedsmand. Ifølge den pågældende ret hæfter sælger normalt ikke for fejl og mangler ved de solgte genstande, som han ikke er bekendt med, og køber accepterer, at genstandene kan være behæftet med fejl og mangler, hvilket i reglen fører til et lavere salgsprovenu end ved et normalt salg. Den omstændighed, at det accepteres, at der findes en forpligtelse til at offentliggøre et prospekt i tilfælde af tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer, kan give betydelige praktiske vanskeligheder for så vidt angår bl.a. forberedelsen og omkostningerne ved prospektet.
- 23 Det er på denne baggrund, at Hoge Raad der Nederlanden har besluttet at udsætte sagen og forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:
- »1) Skal »prospekt«-direktivets artikel 3, stk. 1, fortolkes således, at den heri omhandlede prospektpligt i princippet (dvs. bortset fra de i direktivet optagne fritagelser og undtagelser for bestemte tilfælde) også finder anvendelse på et tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer?
- 2) (a) Såfremt spørgsmål 1 besvares bekræftende, skal begrebet »den samlede værdi af udstedelsen« som omhandlet i »prospekt«-direktivets artikel 1, stk. 2, litra h), fortolkes således, at der ved tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer skal gås ud fra det provenu, som salget – henset til dets særlige omstændigheder – med rimelighed må forventes at indbringe, også selv om dette provenu må formodes at ligge betydeligt under den normale handelsværdi?
- (b) Såfremt spørgsmål 1 besvares bekræftende, men spørgsmål 2(a) benægtende, hvorledes skal »den samlede værdi af udstedelsen« som omhandlet i »prospekt«-direktivets artikel 1, stk. 2, litra h), da beregnes, i særdeleshed når der er tale om et tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer?»

Om de præjudicielle spørgsmål

Det første spørgsmål

- 24 Med dette spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om »prospekt«-direktivets artikel 3, stk. 1, skal fortolkes således, at kravet om offentliggørelse af et prospekt, når værdipapirer udbydes til offentligheden, ligeledes finder anvendelse på tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer.
- 25 I henhold til »prospekt«-direktivets artikel 3, stk. 1, må medlemsstaterne ikke tillade udbud af værdipapirer til offentligheden inden for deres område, før der er offentliggjort et prospekt.
- 26 Hvad angår udbud af værdipapirer til offentligheden består dette i henhold til direktivets artikel 2, stk. 1, litra d), i en henvendelse til personer i enhver form og ad enhver vej med tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer, således at en investor bliver i stand til at træffe afgørelse om køb af disse værdipapirer.
- 27 Det fremgår af forelæggelsesafgørelsen, at tvangsfuldbyrdsessalg på betingelser som fastlagt af Rechtbank Breda som det i hovedsagen omhandlede, er et offentligt salg, som foregår gennem en retsbedsmand efter offentliggørelse af en annonce i to landsdækkende dagblade, inden for rammerne af hvilket kandidaterne afgiver deres bud skriftligt, og værdipapirerne sælges til højstbydende.

- 28 Henset til den vide definition af begrebet »udbud af værdipapirer til offentligheden«, som findes i »prospekt«-direktivets artikel 2, stk. 1, litra d), kan det ikke uden videre udelukkes, at et tvangsfuldbyrdsessalg som det i hovedsagen omhandlede kan henhøre under denne definition.
- 29 Det skal imidlertid bemærkes, at der ikke findes nogen henvisning til tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer i »prospekt«-direktivet, særligt i de bestemmelser, der fastsætter enten udelukkelse af visse situationer fra direktivets anvendelsesområde såsom direktivets artikel 1, stk. 2, eller afvigelser fra kravet om offentliggørelse af et prospekt, såsom det pågældende direktivs artikel 3, stk. 2, og artikel 4, stk. 1 og 2.
- 30 Under disse betingelser skal det undersøges, om de formål, som forfølges med »prospekt«-direktivet, kræver, at tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer ligeledes er underlagt bestemmelserne i dette direktiv.
- 31 Det fremgår af 10., 18. og 19. betragtning til dette direktiv, at »formålet med direktivet [...] er at sikre investorbeskyttelse og markedseffektivitet«, at komplette oplysninger om værdipapirer er »et effektivt middel til at styrke tilliden til [disse] værdipapirer, og de bidrager således til at sikre, at værdipapirmarkedene fungerer tilfredsstillende, og til at fremme udviklingen af disse«, og at der »i alle medlemsstater [er] behov for foranstaltninger til beskyttelse af faktiske og potentielle investorers interesser, så disse sættes i stand til at vurdere [de risici, som investeringer i værdipapirer indebærer,] korrekt og dermed kan træffe deres investeringsbeslutninger på et kvalificeret grundlag«.
- 32 Det følger i øvrigt af direktivets artikel 1, stk. 1, at formålet med dette er at harmonisere kravene ved udarbejdelse, godkendelse og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt i en medlemsstat.
- 33 Det følger heraf, at beskyttelsen af investorer og markedernes funktion og udvikling udgør kernen i de formål, der forfølges med »prospekt«-direktivet. Henset til disse formål tilsigter offentliggørelsen af et prospekt således dels at give investorerne mulighed for at vurdere de risici, der er forbundet med udbud til offentligheden af værdipapirer og optagelse af disse til handel, således at de sættes i stand til at træffe en beslutning på et korrekt grundlag, dels, at markedernes funktion ikke bringes i fare af uregelmæssigheder.
- 34 Arten af de transaktioner, der ligger til grund for afgørelsen om at foretage et salg af værdipapirer inden for rammerne af en håndhævelsesproces, afviger klart fra arten af dem, der er omhandlet i »prospekt«-direktivet.
- 35 Som generaladvokaten har anført i punkt 61 i forslaget til afgørelse, ligger tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer langt fra enhver normal situation for handel med sådanne papirer, uanset om det er på et reguleret marked eller under andre omstændigheder. I forbindelse med tvangsfuldbyrdsessalg sælges disse værdipapirer ikke af udstederen eller indehaveren, men er blevet afstået og sælges på begæring af en tredjemand og i henhold til en afgørelse fra en retsinstant i den pågældende medlemsstat, alene for at indfri gæld.
- 36 Tvangsfuldbyrdsessalg tilsigter følgelig ikke at bidrage til en økonomisk aktivitet på værdipapirmarkedet, men skal alene opfylde rettighederne for en kreditor, der har gjort udlæg.
- 37 De særlige kendetegn ved et tvangsfuldbyrdsessalg i forhold til et klassisk salg af værdipapirer, hvis formål er at tilføre kapital med henblik på fremtidige investeringer for den virksomhed, der har udstedt de pågældende værdipapirer, afspejler sig ligeledes i niveauet for investorbeskyttelse.

- 38 Offentliggørelsen af et prospekt, før værdipapirer udbydes til offentligheden, spiller således en afgørende rolle i investorbeskyttelsen, for så vidt som dette dokument giver sidstnævnte præcise og fuldstændige oplysninger om udstederen, hvilket i princippet stiller dem i stand til at vurdere handelens risici.
- 39 I tilfælde af tvangsfuldbyrdsessalg er de potentielle købere derimod oplyst om, at det drejer sig om et salg, hvis eneste formål er at betale en gæld for den pågældende indehaver af værdipapirerne, og at salget finder sted inden for rammerne af en retssag. Dette indebærer, at den person, der foretager handlinger forbundet med salget af disse værdipapirer, ikke er indehaver heraf.
- 40 Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt før et tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer ville i øvrigt kunne bringe formålene med fuldbyrdsesproceduren i fare, herunder formålet om en hurtig og effektiv inddrivelse af fordringen.
- 41 Opfyldelsen af en sådan forpligtelse ville således ikke alene forsinke tvangsfuldbyrdsessalget og følgelig betalingen til fordringshaveren, men ville ligeledes medføre omkostninger forbundet med udarbejdelsen af prospektet, som ville skulle fradrages provenuet fra salget, hvilket ville kunne begrænse chancerne for tilbagebetaling til fordringshaveren.
- 42 Kravet om offentliggørelse af et prospekt kunne endelig føre til væsentlige praktiske vanskeligheder.
- 43 Da det ikke er indehaveren af værdipapirer, der foretager salget af disse i forbindelse med et tvangsfuldbyrdsessalg, ville der i tilfælde af et krav om offentliggørelse af et prospekt, rejse sig et spørgsmål om for det første, hvem opgaven med at udarbejde prospektet påhviler, og for det andet, hvem der er ansvarlig i henhold til »prospekt«-direktivets artikel 6, stk. 1, for de oplysninger, der gives i dette dokument.
- 44 Henset til arten af de oplysninger, der skal fremgå af et prospekt, som skal give investorerne mulighed for i overensstemmelse med dette direktivs artikel 5, stk. 1, på et korrekt grundlag at vurdere det udstedende selskabs formue, finansielle situation og resultater, nødvendiggør udarbejdelsen af et sådant dokument under alle omstændigheder selskabets forvaltningsorganers samarbejde. Det er imidlertid ikke udelukket, at et eventuelt manglende samarbejde fra det selskab, der har udstedt værdipapirerne, i forbindelse med et tvangsfuldbyrdsessalg heraf kan rejse vanskeligheder i forbindelse med gennemførelsen af dette salg.
- 45 Det fremgår heraf, at et tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer inden for rammerne af en håndhævelsesproces ikke indgår i de formål, der forfølges med »prospekt«-direktivet, og følgelig ikke henhører under direktivets anvendelsesområde.
- 46 Der kan ikke rejses tvivl herved af Europa-Kommissionens synspunkt, hvorefter den systematiske udelukkelse af tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer fra anvendelsesområdet for »prospekt«-direktivet medfører en forskelsbehandling i forhold til frivillige salg af disse værdipapirer, for så vidt som de respektive investorer ikke nyder samme beskyttelse.
- 47 Der henvises til Domstolens faste praksis, hvorefter ligebehandlingsprincippet kræver, at sammenlignelige forhold ikke behandles forskelligt, og at forskellige forhold ikke behandles ensartet, medmindre en sådan behandling er objektivt begrundet (jf. i denne retning dom Glatzel, C-356/12, EU:C:2014:350, præmis 43).
- 48 Som det fremgår af denne doms præmis 33-36, er det formål, der forfølges med salg af værdipapirer inden for en håndhævelsesproces, fuldstændig anderledes end de formål, der tilsigtes med »prospekt«-direktivet.

- 49 For så vidt som situationen for de investorer, der køber værdipapirer i forbindelse med et tvangsfuldbyrdsessalg, ikke er sammenlignelig med situationen for de investorer, der køber sådanne værdipapirer i forbindelse med et normalt udbud til offentligheden som omhandlet i »prospekt«-direktivets artikel 2, stk. 1, litra d), foreligger der følgelig ikke forskelsbehandling mellem disse.
- 50 Henset til samtlige ovenstående bemærkninger skal det første præjudicielle spørgsmål besvares med, at »prospekt«-direktivets artikel 3, stk. 1, skal fortolkes således, at kravet om offentliggørelse af et prospekt, når værdipapirer udbydes til offentligheden, ikke finder anvendelse på tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer som det i hovedsagen omhandlede.

Det andet spørgsmål

- 51 Det andet præjudicielle spørgsmål er forelagt af den forelæggende ret alene i tilfælde af en bekræftende besvarelse på det første spørgsmål.
- 52 Under hensyn til besvarelsen af det første spørgsmål er det uforholdt at besvare det andet spørgsmål.

Sagens omkostninger

- 53 Da sagens behandling i forhold til hovedsagens parter udgør et led i den sag, der verserer for den forelæggende ret, tilkommer det denne at træffe afgørelse om sagens omkostninger. Bortset fra nævnte parters udgifter kan de udgifter, som er afholdt i forbindelse med afgivelse af indlæg for Domstolen, ikke erstattes.

På grundlag af disse præmisser kender Domstolen (Anden Afdeling) for ret:

Artikel 3, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2008/11/EF af 11. marts 2008, skal fortolkes således, at kravet om offentliggørelse af et prospekt, når værdipapirer udbydes til offentligheden, ikke finder anvendelse på tvangsfuldbyrdsessalg af værdipapirer som det i hovedsagen omhandlede.

Underskrifter