



Recueil de la jurisprudence

ARRÊT DE LA COUR (deuxième chambre)

17 septembre 2014*

«Renvoi préjudiciel — Droit des entreprises — Directive 2003/71/CE — Article 3, paragraphe 1 — Obligation de publier un prospectus en cas d’offre au public de valeurs mobilières — Vente forcée de valeurs mobilières»

Dans l’affaire C-441/12,

ayant pour objet une demande de décision préjudicielle au titre de l’article 267 TFUE, introduite par le Hoge Raad der Nederlanden (Pays-Bas), par décision du 28 septembre 2012, parvenue à la Cour le 3 octobre 2012, dans la procédure

Almer Beheer BV,

Daedalus Holding BV

contre

Van den Dungen Vastgoed BV,

Oosterhout II BVBA,

LA COUR (deuxième chambre),

composée de M^{me} R. Silva de Lapuerta, président de chambre, MM. J. L. da Cruz Vilaça (rapporteur), G. Arestis, J.-C. Bonichot et A. Arabadjiev, juges,

avocat général: M^{me} E. Sharpston,

greffier: M^{me} M. Ferreira, administrateur principal,

vu la procédure écrite et à la suite de l’audience du 18 septembre 2013,

considérant les observations présentées:

- pour le gouvernement néerlandais, par M^{mes} M. de Ree et C. Wissels, en qualité d’agents,
- pour le gouvernement tchèque, par M. M. Smolek, en qualité d’agent,
- pour le gouvernement allemand, par MM. T. Henze et J. Möller ainsi que par M^{me} J. Kemper, en qualité d’agents,
- pour le gouvernement polonais, par MM. B. Majczyna et M. Szpunar, en qualité d’agents,

* Langue de procédure: le néerlandais.

— pour le gouvernement portugais, par MM. L. Inez Fernandes et D. Tavares ainsi que par M^{me} A. Cunha, en qualité d'agents,

— pour la Commission européenne, par M. A. Nijenhuis et M^{me} R. Vasileva, en qualité d'agents,

ayant entendu l'avocat général en ses conclusions à l'audience du 19 juin 2014,

rend le présent

Arrêt

- 1 La demande de décision préjudicielle porte sur l'interprétation des articles 1^{er}, paragraphe 2, sous h), et 3, paragraphe 1, de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 novembre 2003, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE (JO L 345, p. 64), telle que modifiée par la directive 2008/11/CE du Parlement européen et du Conseil, du 11 mars 2008 (JO L 76, p. 37, ci-après la «directive 'prospectus'»).
- 2 Cette demande a été présentée dans le cadre d'un litige opposant Almer Beheer BV et Daedalus Holding BV (ci-après «Almer Beheer e.a.») à Van den Dungen Vastgoed BV et Oosterhout II BVBA (ci-après «Van den Dungen e.a.») au sujet de la demande de Almer Beheer e.a. tendant à ce que la vente forcée de valeurs mobilières dont elles sont titulaires soit soumise à l'obligation de publication d'un prospectus.

Le cadre juridique

Le droit de l'Union

- 3 Les considérants 10, 18 et 19 de la directive «prospectus» énoncent:

«(10) La présente directive et ses mesures d'exécution ont pour objet de garantir la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés, conformément aux normes réglementaires exigeantes édictées par les enceintes internationales compétentes.

[...]

(18) La fourniture d'une information complète sur ces valeurs mobilières et leurs émetteurs renforce, conjointement aux règles de conduite, la protection des investisseurs. En outre, cette information constitue un moyen efficace de renforcer la confiance du public dans les valeurs mobilières, contribuant ainsi au bon fonctionnement et au développement des marchés concernés. La façon appropriée de rendre cette information disponible consiste en la publication d'un prospectus.

(19) L'investissement en valeurs mobilières, comme toute autre forme d'investissement, comporte des risques. Des garanties visant à protéger les intérêts des investisseurs effectifs et potentiels doivent être mises en place dans tous les États membres, pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer ces risques en connaissance de cause et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause.»

4 L'article 1^{er}, paragraphes 1 et 2, de cette directive dispose:

«1. La présente directive a pour objet l'harmonisation des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre.

2. La présente directive ne s'applique pas:

[...]

h) aux valeurs mobilières figurant dans une offre lorsque le montant total de l'offre est inférieur à 2 500 000 EUR; cette limite est calculée sur une période de douze mois;

[...]»

5 L'article 2, paragraphe 1, sous d), de ladite directive est libellé comme suit:

«Aux fins de la présente directive, on entend par:

[...]

d) 'offre au public de valeurs mobilières': une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières [...];

[...]»

6 L'article 3, paragraphe 1, de la même directive dispose:

«Les États membres n'autorisent aucune offre de valeurs mobilières au public sur leur territoire sans publication préalable d'un prospectus.»

7 L'article 5, paragraphe 1, de la directive «prospectus» prévoit:

«Sans préjudice de l'article 8, paragraphe 2, le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre.»

8 Aux termes de l'article 13, paragraphe 1, de cette directive:

«Aucun prospectus n'est publié avant approbation par l'autorité compétente de l'État membre d'origine.»

9 La directive «prospectus» a été modifiée par la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil, du 24 novembre 2010 (JO L 327, p. 1), qui est entrée en vigueur le 31 décembre 2010. Compte tenu de la date des faits relatifs à l'affaire au principal, la directive «prospectus» reste applicable *ratione temporis* à ces faits.

Le droit néerlandais

10 La directive «prospectus» a été transposée en droit néerlandais par la loi du 28 septembre 2006, sur le contrôle financier (Wet op het financieel toezicht, ci-après la «Wft»).

11 L'article 5:2 de la Wft dispose:

«Aux Pays-Bas, il est interdit d'offrir au public des valeurs mobilières ou de faire admettre ces valeurs à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire néerlandais, sauf si un prospectus relatif à l'offre ou l'admission approuvé par l'autorité en charge des marchés financiers ou par une autorité de surveillance d'un autre État membre, est publié.»

Le litige au principal et les questions préjudicielles

12 Almer Beheer e.a. et Van den Dungen e.a. ont conclu, le 16 juillet 2003, un accord selon lequel elles effectueraient – contre le paiement d'un prix de vente – le transfert de leurs actions détenues dans d'autres sociétés à Global Hail Group BV (ci-après le «groupe Hail»).

13 En exécution de cet accord, la société Stichting Administratiekantoor Global Hail (ci-après la «STAK») a été constituée et toutes les actions du groupe Hail y ont été placées.

14 Almer Beheer e.a. sont détenteurs des certificats d'actions du groupe Hail émis par la STAK.

15 À la suite de désaccords entre parties dans le cadre de l'exécution dudit accord, le Gerechtshof 's-Hertogenbosch (cour d'appel de 's-Hertogenbosch) a, par arrêt du 30 novembre 2010, condamné Almer Beheer e.a. au paiement d'une somme de 500 000 euros au profit de Van den Dungen e.a. Ce paiement constituait une avance sur le prix de vente des actions de quatre sociétés cédées au groupe Hail.

16 Afin de garantir ce paiement, Van den Dungen e.a. ont fait procéder, le 11 décembre 2009, à une saisie-exécution des certificats d'actions détenus par Almer Beheer e.a. et, par la suite, elles ont demandé au Rechtbank Breda (tribunal de Breda) d'ordonner la vente et le transfert des certificats d'actions saisis ainsi que de définir le délai, les modalités et les conditions dans lesquelles cette vente devrait avoir lieu.

17 Le 27 décembre 2010, cette juridiction a décidé que la vente et le transfert des certificats d'actions devaient être effectués dans un délai de six mois par un huissier désigné par Van den Dungen e.a., dans le cadre d'une vente publique annoncée dans deux journaux nationaux. Les certificats d'actions devaient être cédés au plus offrant et, lors de la vente, il revenait à l'huissier de veiller à ce que seul soit vendu le nombre de certificats d'actions nécessaire pour atteindre le montant de 500 000 euros, majoré des frais de procédure, de saisie et d'exécution.

18 Le Rechtbank Breda a également décidé que l'obligation de publier un prospectus prévue à l'article 5:2 de la Wft n'était pas applicable à la vente de ces certificats d'actions, au motif que l'objectif de la Wft était de protéger non pas les personnes qui prennent délibérément des risques lors d'une vente forcée dans le but de réaliser un bénéfice, mais uniquement les investisseurs et les épargnants contre des offres malhonnêtes ainsi que des informations insuffisantes et de les prémunir contre l'incompétence des opérateurs.

19 Saisi d'un appel contre cette décision formé par Almer Beheer e.a., le Gerechtshof 's-Hertogenbosch a confirmé celle-ci par un arrêt du 5 avril 2011.

- 20 Cet arrêt a fait l'objet d'un pourvoi en cassation introduit par Almer Beheer e.a. devant le Hoge Raad der Nederlanden (Cour suprême des Pays-Bas).
- 21 La juridiction de renvoi relève d'emblée que la question centrale consiste à déterminer si l'obligation de publier un prospectus est également applicable à la vente forcée des certificats d'actions en cause dans l'affaire dont elle est saisie.
- 22 À cet égard, cette juridiction observe que, lors de l'adoption de la directive «prospectus», aucune attention n'a été accordée à la situation particulière des ventes forcées de valeurs mobilières. Or, une telle vente serait caractérisée par le fait qu'il ne s'agit pas d'une situation de marché normale. Les biens réalisés seraient vendus non pas par le propriétaire ou l'ayant droit, mais par un créancier exécutant, souvent par l'intermédiaire d'un huissier de justice. Selon ladite juridiction, dans une telle situation, le vendeur ne doit généralement pas supporter les risques et les défauts de la chose vendue qui ne lui sont pas connus, et l'acheteur accepte que les produits puissent en être ainsi entachés, ce qui implique généralement des prix nettement inférieurs à ceux obtenus à l'issue d'une vente normale. En outre, l'acceptation de l'existence d'une obligation de publier un prospectus dans le cas d'une vente forcée de valeurs mobilières pourrait mener à d'importantes complications pratiques en ce qui concerne, notamment, la préparation et les coûts du prospectus.
- 23 C'est dans ces conditions que le Hoge Raad der Nederlanden a décidé de surseoir à statuer et de poser à la Cour les questions préjudicielles suivantes:
- «1) Convient-il d'interpréter l'article 3, paragraphe 1, de la directive 'prospectus' en ce sens que l'obligation de publier un prospectus qu'il contient est, en principe (à savoir, indépendamment des exonérations et des exceptions prévues dans certains cas par cette directive), également applicable à une vente forcée de valeurs mobilières?
- 2) a) En cas de réponse affirmative à la première question, convient-il d'interpréter la notion de 'montant total de l'offre' visée à l'article 1^{er}, paragraphe 2, sous h), de la directive 'prospectus', en ce sens que ledit montant doit être déterminé, dans le cas d'une vente forcée de valeurs mobilières, en référence à la valeur du produit raisonnablement escompté en tenant compte de la nature spécifique d'une vente forcée, même si le produit raisonnablement escompté est nettement inférieur à la valeur économique réelle?
- b) En cas de réponse affirmative à la première question et de réponse négative à la première partie de la deuxième question, de quelle manière convient-il d'interpréter la notion de 'montant total de l'offre' au sens de l'article 1^{er}, paragraphe 2, sous h), de la directive 'prospectus', en particulier dans le cas d'une vente forcée de valeurs mobilières?»

Sur les questions préjudicielles

Sur la première question

- 24 Par cette question, la juridiction de renvoi demande, en substance, si l'article 3, paragraphe 1, de la directive «prospectus» doit être interprété en ce sens que l'obligation de publier un prospectus préalablement à toute offre de valeurs mobilières au public est également applicable à une vente forcée de valeurs mobilières.
- 25 Selon l'article 3, paragraphe 1, de la directive «prospectus», les États membres n'autorisent aucune offre de valeurs mobilières au public sur leur territoire sans publication préalable d'un prospectus.

- 26 En ce qui concerne l'offre de valeurs mobilières au public, celle-ci consiste, en vertu de l'article 2, paragraphe 1, sous d), de cette directive, en une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre ainsi que sur les titres à offrir, de permettre à un investisseur de décider d'acheter ces valeurs mobilières.
- 27 En l'occurrence, il ressort de la décision de renvoi que la vente forcée aux conditions déterminées par le Rechtbank Breda, en cause au principal, est une vente publique, par l'intermédiaire d'un huissier de justice après la publication d'une annonce dans deux journaux nationaux, dans le cadre de laquelle les candidats font leur offre par écrit et les valeurs mobilières sont vendues au plus offrant.
- 28 Compte tenu de la définition large de la notion d'«offre de valeurs mobilières au public» qui figure à l'article 2, paragraphe 1, sous d), de la directive «prospectus», il ne peut être d'emblée exclu qu'une vente forcée, telle que celle en cause dans l'affaire au principal, puisse relever de cette notion.
- 29 Toutefois, il importe de relever qu'aucune référence aux ventes forcées de valeurs mobilières n'est faite dans la directive «prospectus», notamment dans les dispositions qui prévoient soit l'exclusion de certaines situations de son champ d'application, telles que l'article 1^{er}, paragraphe 2, de cette directive, soit des dérogations à l'obligation de publier un prospectus, telles que les articles 3, paragraphe 2, et 4, paragraphes 1 et 2, de ladite directive.
- 30 Dans ces conditions, il y a lieu d'examiner si les objectifs poursuivis par la directive «prospectus» requièrent que les ventes forcées de valeurs mobilières soient également soumises aux règles contenues dans cette directive.
- 31 Il ressort des considérants 10, 18 et 19 de cette directive que celle-ci a «pour objet de garantir la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés», que l'information complète sur les valeurs mobilières «constitue un moyen efficace de renforcer la confiance du public dans [ces valeurs], contribuant ainsi au bon fonctionnement et au développement des marchés concernés», et que «des garanties visant à protéger les intérêts des investisseurs effectifs et potentiels doivent être mises en place dans tous les États membres, pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer [les] risques [que comporte l'investissement en valeurs mobilières] et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause».
- 32 Par ailleurs, en vertu de l'article 1^{er}, paragraphe 1, de ladite directive, celle-ci a pour objet l'harmonisation des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre.
- 33 Il s'ensuit que la protection des investisseurs et le bon fonctionnement et le développement des marchés constituent le noyau fondamental des objectifs poursuivis par la directive «prospectus». En effet, compte tenu de ces objectifs, la publication d'un prospectus vise, d'une part, à permettre aux investisseurs d'évaluer les risques liés aux opérations d'offre au public de valeurs mobilières et d'admission de ces valeurs à la négociation, de manière à leur permettre de prendre une décision en connaissance de cause, et, d'autre part, à ce que le bon fonctionnement des marchés concernés ne soit pas entravé par des irrégularités.
- 34 Or, la nature des opérations qui sous-tendent la décision de procéder à une vente de valeurs mobilières dans le cadre d'une procédure d'exécution forcée diverge nettement de la nature de celles visées par la directive «prospectus».

- 35 En effet, ainsi que M^{me} l'avocat général l'a relevé au point 61 de ses conclusions, les ventes forcées de valeurs mobilières sont très éloignées de toute situation normale de négociation de tels titres, que ce soit sur un marché réglementé ou dans d'autres circonstances. Ces valeurs mobilières ne sont pas, dans le cadre de ventes forcées, vendues par l'émetteur ou le détenteur, mais, ayant été saisies, le sont à la demande d'un tiers et sur ordre d'une instance juridictionnelle de l'État membre concerné, uniquement afin de rembourser une dette.
- 36 Par conséquent, les ventes forcées ne visent pas à participer à une activité économique sur le marché des valeurs mobilières, mais se bornent à satisfaire les droits d'un créancier saisissant.
- 37 Par ailleurs, les caractéristiques particulières d'une vente forcée par rapport à celles d'une vente classique de valeurs mobilières, dont le but est de rassembler des capitaux en vue de permettre des investissements futurs de l'entreprise qui émet lesdites valeurs, se reflètent aussi au niveau de la protection des investisseurs.
- 38 En effet, la publication d'un prospectus préalablement à l'offre de valeurs mobilières au public joue un rôle décisif dans la protection des investisseurs, dans la mesure où ce document fournit à ces derniers des informations précises et complètes sur l'émetteur, leur permettant, en principe, d'évaluer les risques de l'opération.
- 39 En revanche, dans le cas d'une vente forcée, les acheteurs potentiels sont informés qu'il s'agit d'une vente dont le seul objectif est de payer une dette du titulaire des valeurs mobilières en question et qu'elle se déroule dans le cadre d'une procédure juridictionnelle. Cela implique que la personne qui procède aux opérations liées à la vente de ces valeurs mobilières n'est pas le titulaire de celles-ci.
- 40 En outre, l'obligation de publier un prospectus préalablement à une vente forcée de valeurs mobilières serait susceptible de mettre en cause les objectifs de la procédure d'exécution, dont celui de satisfaire rapidement et effectivement le créancier.
- 41 En effet, l'accomplissement d'une telle obligation non seulement retarderait la vente forcée et, par conséquent, le paiement du créancier, mais engendrerait aussi des coûts liés à l'élaboration du prospectus qui devraient être déduits du produit de cette vente, ce qui pourrait limiter les chances du créancier de se voir rembourser.
- 42 Enfin, l'obligation de publication d'un prospectus pourrait mener à d'importantes difficultés pratiques.
- 43 En effet, étant donné que celui qui procède à la vente des valeurs mobilières dans le cadre d'une vente forcée n'est pas le titulaire de celles-ci, en cas d'application de l'obligation de publier un prospectus, se poseraient les questions de savoir, d'une part, à qui incombe la tâche de préparer le prospectus et, d'autre part, qui est le responsable, au titre de l'article 6, paragraphe 1, de la directive «prospectus», des informations fournies dans ce document.
- 44 En tout état de cause, compte tenu de la nature des informations qui doivent figurer dans un prospectus, lesquelles sont censées permettre aux investisseurs, conformément à l'article 5, paragraphe 1, de cette directive, d'évaluer en connaissance de cause notamment le patrimoine, la situation financière et les résultats de la société émettrice, la préparation d'un tel document nécessite la collaboration des organes de gestion de cette société. Or, il n'est pas exclu que, dans le contexte d'une vente forcée des valeurs mobilières qu'elle a émis, un éventuel défaut de collaboration constructive de la part de cette société soit de nature à soulever des difficultés dans le cadre de la réalisation de ladite vente.
- 45 Il en découle qu'une vente de valeurs mobilières dans le cadre d'une procédure d'exécution forcée ne s'inscrit pas dans les objectifs poursuivis par la directive «prospectus» et, partant, ne relève pas du champ d'application de celle-ci.

- 46 Cette conclusion ne saurait être remise en cause par l'affirmation de la Commission européenne selon laquelle l'exclusion systématique des ventes forcées de valeurs mobilières du champ d'application de la directive «prospectus» entraînerait une discrimination à l'égard des ventes volontaires de ces valeurs, dans la mesure où les investisseurs respectifs ne bénéficieraient pas de la même protection.
- 47 Il convient en effet de rappeler que, selon une jurisprudence constante de la Cour, le principe d'égalité de traitement exige que des situations comparables ne soient pas traitées de manière différente et que des situations différentes ne soient pas traitées de manière égale, à moins qu'un tel traitement ne soit objectivement justifié (voir, en ce sens, arrêt Glatzel, C-356/12, EU:C:2014:350, point 43).
- 48 Or, ainsi qu'il résulte des points 33 à 36 du présent arrêt, l'objectif poursuivi par les ventes de valeurs mobilières dans le cadre d'une procédure d'exécution forcée est totalement étranger à ceux que vise la directive «prospectus».
- 49 Par conséquent, dans la mesure où la situation des investisseurs qui achètent des valeurs mobilières dans le contexte d'une vente forcée n'est pas comparable à celle des investisseurs qui acquièrent de telles valeurs dans le cadre normal d'une offre au public, au sens de l'article 2, paragraphe 1, sous d), de la directive «prospectus», il ne saurait exister de traitement discriminatoire des uns par rapport aux autres.
- 50 Eu égard à l'ensemble des considérations qui précèdent, il y a lieu de répondre à la première question préjudicielle que l'article 3, paragraphe 1, de la directive «prospectus» doit être interprété en ce sens que l'obligation de publier un prospectus préalablement à toute offre de valeurs mobilières au public n'est pas applicable à une vente forcée de valeurs mobilières, telle que celle en cause dans l'affaire au principal.

Sur la seconde question

- 51 La seconde question préjudicielle a été posée par la juridiction de renvoi uniquement dans l'hypothèse d'une réponse affirmative à la première question.
- 52 Compte tenu de la réponse apportée à la première question, il n'y a plus lieu de répondre à la seconde question.

Sur les dépens

- 53 La procédure revêtant, à l'égard des parties au principal, le caractère d'un incident soulevé devant la juridiction de renvoi, il appartient à celle-ci de statuer sur les dépens. Les frais exposés pour soumettre des observations à la Cour, autres que ceux desdites parties, ne peuvent faire l'objet d'un remboursement.

Par ces motifs, la Cour (deuxième chambre) dit pour droit:

L'article 3, paragraphe 1, de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 novembre 2003, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, telle que modifiée par la directive 2008/11/CE du Parlement européen et du Conseil, du 11 mars 2008, doit être interprété en ce sens que l'obligation de publier un prospectus préalablement à toute offre de valeurs mobilières au public n'est pas applicable à une vente forcée de valeurs mobilières, telle que celle en cause dans l'affaire au principal.

Signatures