



## Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO  
ELEANOR SHARPSTON  
przedstawiona w dniu 19 czerwca 2014 r.<sup>1</sup>

**Sprawa C-441/12**

**Almer Beheer BV**  
**i**  
**Daedalus Holding BV**  
**przeciwko**  
**Van den Dungen Vastgoed BV**  
**i**  
**Oosterhout II BVBA**

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez Hoge Raad der Nederlanden (Niderlandy)]

Prawo spółek — Dyrektywa 2003/71/WE — Obowiązek publikacji prospektu emisyjnego w związku z publiczną ofertą papierów wartościowych — Zakres zastosowania — Licytacja przymusowa i przeniesienie papierów wartościowych — Całkowita wartość oferty

1. Dyrektywa 2003/71/WE<sup>2</sup> nakłada na państwa członkowskie obowiązek zapewnienia, aby każda publiczna oferta papierów wartościowych na ich terytorium wymagała wcześniejszej publikacji prospektu emisyjnego.
2. Zgodnie z preambułą tej dyrektywy jej cel jest zasadniczo dwojaki: zapewnienie efektywności jednolitego rynku papierów wartościowych oraz ochrona inwestorów.
3. Pojęcie publicznej oferty papierów wartościowych zostało zdefiniowane szeroko, istnieją jednak liczne wyjątki dotyczące zarówno zakresu zastosowania samej dyrektywy, jak i zakresu obowiązku publikacji prospektu emisyjnego. Wyjątki te znajdują zastosowanie między innymi w sytuacji, gdy całkowita wartość oferty nie przekracza określonego limitu.
4. Postępowanie główne dotyczy sytuacji, którą można zilustrować schematycznie w następujący sposób (szczegółowy stan faktyczny jest jednak bardziej złożony): spółka A, mająca dług wobec spółki B, posiada akcje spółki C. Na żądanie spółki B akcje te zostały zajęte, a sąd zarządził o ich sprzedaży przez komornika w drodze licytacji w celu zaspokojenia części długu. Kwota, która ma zostać uzyskana z licytacji, została ograniczona postanowieniem sądu do określonej wysokości, powiększonej o koszty postępowania, zajęcia i egzekucji.

1 — Język oryginału: angielski.

2 — Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. L 345, s. 64), ze zmianami.

5. W tych okolicznościach Hoge Raad der Nederlanden (sąd najwyższy w Niderlandach, zwany dalej „Hoge Raad”) zwrócił się do Trybunału z pytaniami, po pierwsze, czy zawarta w dyrektywie 2003/71 definicja publicznej oferty papierów wartościowych jest dostatecznie szeroka i obejmuje także przedmiotową sprzedaż przymusową, oraz po drugie, w jaki sposób należy określić całkowitą wartość oferty.

6. Z powodów, które wyjaśnię poniżej, uważam za wskazane dokonanie w pierwszej kolejności analizy pytania drugiego, co doprowadzi do konkluzji, że (najprawdopodobniej) licytacja będąca przedmiotem postępowania głównego jest w każdym razie wyraźnie wyłączona z zakresu zastosowania dyrektywy 2003/71 ze względu na ograniczoną wartość oferty, a zatem udzielenie odpowiedzi na pytanie pierwsze nie jest konieczne. Gdyby jednak było inaczej, uważam, że same okoliczności takiej licytacji powodują, iż zgodnie z wyżej wymienioną dyrektywą publikacja prospektu emisyjnego nie jest konieczna.

## Ramy prawne

### *Prawo Unii*

7. Artykuł 1 dyrektywy 2003/71 nosi tytuł „Cel i zakres”.

8. Zgodnie z art. 1 ust. 1 celem tym „[...] jest harmonizacja wymagań dotyczących sporządzania, zatwierdzania i rozpowszechniania prospektów emisyjnych, które mają być publikowane w związku z publiczną ofertą sprzedaży papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na regulowanym rynku mającym siedzibę lub działającym w państwie członkowskim”. Natomiast ogólne cele tej dyrektywy, wyjaśnione w preambule, to osiągnięcie poprzez harmonizację, po pierwsze, efektywnego i jednolitego rynku papierów wartościowych, na którym emitenci papierów wartościowych i oferujący te papiery mogą działać w sposób nieograniczony, posługując się „jednym paszportem” (którym jest prospekt emisyjny wymagany przez dyrektywę 2003/71 i przez nią regulowany)<sup>3</sup>, a po drugie, odpowiedniej ochrony inwestorów, w szczególności poprzez wymóg ujawnienia wszystkich istotnych informacji<sup>4</sup>.

9. Artykuł 1 ust. 2 dyrektywy 2003/71, dotyczący zakresu zastosowania, wymienia dziesięć sytuacji, w jakich jej stosowanie jest wyłączone. Oprócz jednej, pozostałe zdefiniowane są poprzez odniesienie do rodzaju papieru wartościowego. Wyjątek ten, mianowicie art. 1 ust. 2 lit. h), definiuje wyłączenie poprzez odniesienie do całkowitej wartości oferty obliczonej w okresie 12 miesięcy. Początkowo dyrektywa nie miała zastosowania, w przypadku gdy całkowita wartość oferty była niższa niż 2 500 000 EUR. Limit ten został jednak podwyższony do 5 000 000 EUR mocą przepisów dyrektywy 2010/73/WE<sup>5</sup>, która weszła w życie w dniu 31 grudnia 2010 r. i której termin transpozycji przez państwa członkowskie upłynął w dniu 1 lipca 2012 r.

3 — Zobacz w szczególności motywy 1, 4, 10, 14, 17 i 45.

4 — Zobacz w szczególności motywy 10, 12, 16, 18–21, 27, 29 i 34.

5 — Artykuł 1 ust. 1 lit a) ppkt (i) dyrektywy 2010/73/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 24 listopada 2010 r. zmieniającej [dyrektywę 2003/71/WE] oraz dyrektywę 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym (Dz.U. L 327, s. 1).

10. Artykuł 2 ust. 1 zawiera definicje niektórych pojęć użytych w dyrektywie 2003/71. W szczególności:

- „papiery wartościowe” oznaczają „te rodzaje papierów wartościowych, które podlegają negocjowaniu na rynku kapitałowym, z wyjątkiem instrumentów płatniczych, takich jak [...] akcje w spółkach oraz innego rodzaju papiery wartościowe ekwiwalentne do akcji w spółkach, spółkach osobowych lub innych podmiotach, a także wpływy gotówkowe depozytariuszy w odniesieniu do akcji [...]” [art. 2 ust. 1 lit. a), odsyłający do (obecnie) art. 4 ust. 1 pkt 18 dyrektywy Rady 2004/39/WE<sup>6</sup>],
- „publiczna oferta na papiery wartościowe” oznacza „obwieszczenie osobom w każdej formie i dowolnymi środkami przedstawiające wystarczające informacje w sprawie warunków oferty i oferowanych papier[ów] wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi [podjęcia] decyzji o nabyciu lub subskrypcji takich papierów wartościowych. Niniejsza definicja ma również zastosowanie do ulokowania papierów wartościowych poprzez pośredników finansowych” [art. 2 ust. 1 lit. d)],
- „emitent” oznacza „osobę prawną, która emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe” [art. 2 ust. 1 lit. h)]; natomiast
- „osoba składająca ofertę” (lub „oferujący”) oznacza „osobę prawną lub fizyczną, która publicznie oferuje papiery wartościowe” [art. 2 ust. 1 lit. i)].

11. Obowiązek publikacji prospektu emisyjnego ustanowiony został w art. 3 dyrektywy 2003/71, który stanowi:

„1. Państwa członkowskie nie dopuszczają do żadnej publicznej oferty papierów wartościowych bez wcześniejszej publikacji prospektu emisyjnego.

2. Obowiązek publikacji prospektu emisyjnego nie ma zastosowania do następujących rodzajów ofert:

- a) oferty papierów wartościowych skierowanej jedynie do inwestorów kwalifikowanych; i/lub
- b) oferty papierów wartościowych skierowanej do mniej niż 100 osób fizycznych lub prawnych na państwo członkowskie, innych niż inwestorzy kwalifikowani; i/lub
- c) oferty papierów wartościowych skierowanej do inwestorów, którzy nabywają papiery wartościowe o całkowitej wartości co najmniej 50 000 EUR na inwestora dla każdej osobnej oferty; i/lub
- d) oferty papierów wartościowych, których wartość nominalna jednej jednostki jest równa co najmniej 50 000 EUR; i/lub
- e) oferty papierów wartościowych o całkowitej wartości mniejszej niż 100 000 EUR, przy czym ograniczenie oblicza się za okres 12 miesięcy.

Jednakże jakakolwiek późniejsza odsprzedaż papierów wartościowych, które były uprzednio przedmiotem co najmniej jednego rodzaju oferty wymienionego w niniejszym ustępie, uznaje się [uznawana jest] za oddzielną ofertę i stosuje się definicje określone w art. 2 ust. 1 lit. d) do celów ustalenia, czy odsprzedaż jest publiczną ofertą papierów wartościowych. Wystawienie papierów wartościowych przez pośredników finansowych podlega obowiązkowi publikacji prospektu emisyjnego, jeżeli żaden z warunków [wymienionych] w lit. a)–e) nie został spełniony dla końcowego ulokowania.

6 — Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145, s. 1 – wyd. spec. w jęz. polskim, rozdz. 6, t. 7, s. 263); pierwotnie był to art. 1 ust. 5 dyrektywy 93/22.

3. Państwa członkowskie zapewnią, że każde dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym mającym siedzibę lub działającym na ich terytorium podlega obowiązkowi publikacji prospektu emisyjnego”.

12. Na mocy art. 4 dyrektywy 2003/71 z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego zwolnionych jest 13 typów publicznych ofert papierów wartościowych.

13. Artykuł 5 dyrektywy 2003/71 stanowi:

„1. Bez uszczerbku dla przepisów art. 8 ust. 2<sup>7</sup> ] prospekt emisyjny zawiera wszystkie informacje, które, zgodnie z określonym charakterem emitenta i papierów wartościowych objętych publiczną ofertą lub dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, są konieczne w celu umożliwienia inwestorom dokonywania przemyślanej oceny aktywów i pasywów, sytuacji finansowej, zysków i strat oraz perspektyw emitenta i każdego poręczyciela, oraz wszelkich praw związanych z takimi papierami wartościowymi. Takie informacje przedstawia się w zrozumiałej i łatwej do przeanalizowania formie.

2. Prospekt emisyjny zawiera informacje dotyczące emitenta i papierów wartościowych objętych publiczną ofertą lub papierów wartościowych, które mają być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Załącza się również podsumowanie. Podsumowanie przedstawia w sposób zwięzły i nietechnicznym językiem istotne właściwości i ryzyka związane z emitentem, każdym poręczycielem i papierami wartościowymi w języku, w którym pierwotnie sporządzono prospekt emisyjny [...]”.

14. Na mocy art. 6 ust. 1 dyrektywy 2003/71 „państwa członkowskie zapewniają, że[by] odpowiedzialność za informacje podane w prospekcie emisyjnym spadała przynajmniej na emitenta lub jego organy administracyjne, zarządzające lub nadzorcze, oferującego, osobę wnioskującą o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub poręczyciela”. Natomiast art. 6 ust. 2 wymaga od państw członkowskich „zapewni[enia], że ich przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne w sprawie odpowiedzialności cywilnej mają zastosowanie do osób odpowiedzialnych za informacje podane w prospekcie emisyjnym”.

15. Na mocy art. 9 ust. 1 dyrektywy 2003/71 prospekt emisyjny jest ważny przez 12 miesięcy od momentu opublikowania w przypadku publicznych ofert, pod warunkiem że został uzupełniony o suplementy wymagane na podstawie art. 16<sup>8</sup>.

16. Zgodnie z art. 13 ust. 1 dyrektywy 2003/71 „[p]rospekt emisyjny nie może zostać opublikowany, dopóki nie zostanie zatwierdzony przez właściwy organ państwa członkowskiego”. O zatwierdzeniu prospektu emisyjnego należy poinformować emitenta lub oferującego w ciągu 10 lub 20 dni od przekazania projektu prospektu emisyjnego, przedstawienia kompletnych dokumentów lub dodatkowych informacji, w zależności od tego, które z tych zdarzeń nastąpi później (art. 13 ust. 2–4).

17. Z kolei art. 25 ust. 1 dyrektywy 2003/71 stanowi, że bez uszczerbku dla prawa państw członkowskich do nakładania sankcji karnych oraz ich systemu odpowiedzialności cywilnej, zapewniają one zgodnie ze swoim prawem krajowym, „[...] żeby możliwe było podjęcie właściwych środków administracyjnych lub nałożenie sankcji administracyjnych na osoby odpowiedzialne, w przypadku gdy nie są przestrzegane przepisy przyjęte w wykonaniu niniejszej dyrektywy”.

7 — Artykuł 8 ust. 2 dyrektywy 2003/71 umożliwia właściwemu organowi rodzimego państwa członkowskiego zezwolenie (w pewnych określonych okolicznościach) na pominięcie w prospekcie emisyjnym wymaganych normalnie informacji.

8 — Artykuł 16 wymaga umieszczenia w suplemencie do prospektu emisyjnego każdego nowego znaczącego czynnika, istotnego błędu lub niedokładności odnoszących się do informacji zawartych w prospekcie emisyjnym, które mogą wpłynąć na ocenę papierów wartościowych i które powstały lub zostały zgłoszone w okresie między zatwierdzeniem prospektu emisyjnego i ostatecznym zamknięciem publicznej oferty.

18. Bardziej szczegółowe zasady określa natomiast rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004<sup>9</sup> (zwane dalej „rozporządzeniem wykonawczym”).

19. Artykuł 22 ust. 1 akapit drugi rozporządzenia wykonawczego wymaga, aby prospekt emisyjny podstawowy zawierał informacje wymienione w kilku jego załącznikach, w zależności od rodzaju emitenta i typu papierów wartościowych. Informacje te dają pełny obraz sytuacji emitenta, w tym między innymi jego formy prawnej, inwestycji, podstawowej działalności, głównych rynków, struktury organizacyjnej, sytuacji finansowej, zasobów kapitałowych, prognozy wyników i zarządu (zobacz załącznik I do rozporządzenia wykonawczego).

#### *Prawo niderlandzkie*

20. Dyrektywa 2003/71 została przetransponowana do prawa niderlandzkiego przez Wet op het financieel toezicht (niderlandzką ustawę o nadzorze finansowym, zwaną dalej „Wft”), której art. 5:2 ustanawia zakaz publicznej oferty papierów wartościowych w Niderlandach, chyba że dla danej oferty istnieje powszechnie dostępny prospekt emisyjny, który został zatwierdzony przez organ nadzoru finansowego państwa członkowskiego.

21. Na mocy art. 53 ust. 2 Vrijstellingsregeling Wft (uregulowanie przewidujące wyjątki od Wft) nie ma obowiązku publikacji prospektu emisyjnego, w przypadku gdy całkowita wartość oferty obliczona w okresie 12 miesięcy jest mniejsza niż 2 500 000 EUR. Limit ten, określony w momencie uchwalenia dyrektywy 2003/71, nie został jednak podniesiony do 5 000 000 EUR po wejściu w życie dyrektywy 2010/73.

#### **Okoliczności faktyczne, postępowanie główne i pytania prejudycjalne**

22. Van den Dungen Vastgoed BV i Oosterhout II BVBA (zwane dalej „spółkami Van den Dungen i Oosterhout”) zawarły umowę z Almer Beheer BV i Daedalus Holding BV (zwanymi dalej „spółkami Almer i Daedalus”), na mocy której to umowy w szczególności miała zostać utworzona spółka Global Hail BV (zwana dalej „spółką Global Hail”); wszystkie akcje tej spółki miały zostać objęte przez Stichting Administratiekantoor Global Hail (zwaną dalej „STAK”), której wszyscy członkowie zarządu mieli być przedstawicielami stron umowy. Spółki Van den Dungen i Oosterhout miały dokonać przeniesienia określonych akcji w innych spółkach na Global Hail, za które cenę zapłacić miały spółki Almer i Daedalus.

23. Pomiędzy stronami doszło do szeregu sporów i postępowań sądowych. W dniu 30 października 2009 r. spółki Van den Dungen i Oosterhout uzyskały orzeczenie rechtbank Breda (sądu rejonowego w Bredzie), na mocy którego spółki Almer i Daedalus zostały zobowiązane do zapłaty kwoty 500 000 EUR tytułem zaliczki na poczet ceny sprzedaży akcji przeniesionych na spółkę Global Hail. W celu zabezpieczenia zapłaty spółki Van den Dungen i Oosterhout dokonały zajęcia egzekucyjnego świadectw reprezentujących akcje wydanych spółkom Almer i Daedalus przez STAK.

24. W dniu 27 grudnia 2010 r. rechtbank Breda zarządził sprzedaż i przeniesienie wspomnianych świadectw w terminie sześciu miesięcy przez komornika sądowego (*deurwaarder*) wskazanego przez spółki Van den Dungen i Oosterhout. Zgodnie z tym postanowieniem sprzedaż miała nastąpić w drodze licytacji publicznej, ogłoszonej w dwóch krajowych dziennikach, w wyniku której świadectwa

9 — Rozporządzenie z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz.U. L 149, s. 1 – wyd. spec. w jęz. polskim, rozdz. 6, t. 7, s. 307). Zostało ono przyjęte w szczególności na podstawie art. 5 ust. 5, art. 7, art. 10 ust. 4, art. 11 ust. 3, art. 14 ust. 8 i art. 15 ust. 7 dyrektywy 2003/71.

miały zostać przeniesione na licytanta, który zaoferował najwyższą cenę. Do sprzedaży miały być wystawione wszystkie świadectwa, ale sprzedana miała zostać jednak taka liczba świadectw, jak jest konieczna do zgromadzenia kwoty 500 000 EUR, powiększonej o koszty postępowania, zajęcia i egzekucji. W stosunku do tej sprzedaży wyłączony został obowiązek publikacji prospektu emisyjnego.

25. Spółki Almer i Daedalus wniosły apelację do Gerechtshof 's-Hertogenbosch (okręgowego sądu apelacyjnego 's-Hertogenbosch), który w dniu 5 kwietnia 2011 r. utrzymał w mocy decyzję rechtbank Breda. W szczególności sąd ten uznał, że nie ma obowiązku publikacji prospektu emisyjnego, ponieważ wartość akcji będących przedmiotem sprzedaży nie przewyższa i prawdopodobnie nie przewyższy kwoty 2 500 000 EUR.

26. Spółki Almer i Daedalus wniosły kasację do Hoge Raad, który uznając, że rozstrzygnięcie tej kasacji zależy od interpretacji art. 1 ust. 2 lit. h) i art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/71, wystąpił z wnioskiem o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym w przedmiocie następujących pytań prejudycjalnych:

- „1) Czy art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/71 należy interpretować w ten sposób, że przewidziany w tej dyrektywie obowiązek publikacji prospektu emisyjnego ma zasadniczo (to jest abstrahując od zwolnień i wyjątków przewidzianych dla niektórych przypadków w dyrektywie) zastosowanie także do licytacji przymusowej papierów wartościowych?
- 2) a) W przypadku odpowiedzi twierdzącej na pytanie pierwsze: czy pojęcie »całkowitej wartości oferty« w rozumieniu art. 1 ust. 2 lit. h) dyrektywy 2003/71 należy interpretować w ten sposób, że w przypadku licytacji przymusowej papierów wartościowych wartość ta powinna być ustalana na podstawie wartości przychodu, jakiego można się racjonalnie spodziewać, mając na uwadze szczególny charakter licytacji przymusowej, nawet jeśli przychód, jakiego można się racjonalnie spodziewać, jest zdecydowanie niższy od wartości w obrocie gospodarczym?
- b) W przypadku odpowiedzi twierdzącej na pytanie pierwsze oraz odpowiedzi przeczącej na pytanie drugie lit. a): jak należy interpretować pojęcie »całkowitej wartości oferty« w rozumieniu art. 1 ust. 2 lit. h) dyrektywy 2003/71, w szczególności w przypadku licytacji przymusowej papierów wartościowych?».

27. W niniejszej sprawie uwagi na piśmie przedstawiły rządy czeski, niemiecki, niderlandzki, polski i portugalski oraz Komisja Europejska. Rządy niemiecki i portugalski oraz Komisja przedstawiły także uwagi ustne na rozprawie. Żadna ze stron postępowania głównego nie przedstawiła uwag dotyczących pytań prejudycjalnych.

28. W przedstawionych uwagach rząd niderlandzki ustosunkował się jedynie do pytania drugiego. Komisja natomiast uważa, że odpowiedź na pytanie pierwsze nie jest konieczna w przypadku udzielenia w pierwszej kolejności odpowiedzi na pytanie drugie; rząd niderlandzki i Komisja uznali, że w postępowaniu głównym całkowita wartość oferty będzie niższa niż limit, powyżej którego stosuje się dyrektywę 2003/71.

29. Z kolei rządy niemiecki, polski i portugalski ustosunkowały się tylko do pytania pierwszego. Głównie tym pytaniem zajął się także rząd czeski, odnosząc się do pytania drugiego jedynie pokrótce.

30. Odnośnie do pytania pierwszego rząd czeski i Komisja są zdania, że licytacja przymusowa papierów wartościowych takich jak te będące przedmiotem postępowania głównego stanowi publiczną ofertę papierów wartościowych w rozumieniu dyrektywy 2003/71. Przeciwnego zdania są natomiast rządy niemiecki i polski. Z kolei rząd portugalski uważa, że w przypadku takiej sprzedaży prawo wierzycieli do skorzystania ze skutecznego środka prawnego w rozsądnym czasie powoduje wyłączenie zastosowania wymogu publikacji prospektu emisyjnego, ponieważ wymóg ten prowadziłby do niedopuszczalnej zwłoki.

## Ocena

31. Nie padła sugestia, że akcje będące przedmiotem postępowania głównego nie są papierami wartościowymi w rozumieniu dyrektywy 2003/71<sup>10</sup>, nie wydaje się też, aby były w tej kwestii jakiegokolwiek wątpliwości.

32. Wątpliwości budzi natomiast kwestia, czy szczególny sposób, w jaki akcje te mają być sprzedane, stanowi wymagającą publikacji prospektu emisyjnego ofertę zgodnie z dyrektywą 2003/71.

33. Niezależnie jednak od tego, czy sprzedaż tego rodzaju stanowi ofertę publiczną, dyrektywa 2003/71 nie może mieć do niej zastosowania, jeśli całkowita wartość oferty jest niższa niż limit określony w jej art. 1 ust. 2 lit. h).

34. Z powyższych względów bardziej właściwe wydaje mi się zbadanie w pierwszej kolejności, czy sprzedaż ta objęta jest ewidentnym i wyraźnym wyłączeniem z zakresu zastosowania dyrektywy, a następnie, czy stanowi ona publiczną ofertę na papiery wartościowe, wymagającą publikacji prospektu emisyjnego, który to wymóg jest zdefiniowany szeroko, choć nieprecyzyjnie, a przy tym istnieje od niego szereg wyjątków.

35. Z wymienionych względów pytania Hoge Raad rozważę w takiej kolejności, zaczynając od pytania drugiego.

### *Pytanie drugie*

36. Drugie pytanie Hoge Raad sprowadza się w istocie do tego, w jaki sposób należy określić „całkowitą wartość oferty” przy rozstrzygnięciu, czy w świetle limitu określonego w art. 1 ust. 2 lit. h) dyrektywy 2003/71 dyrektywa ta ma zastosowanie do określonej sprzedaży akcji. Zanim jednak przejdę do tej kwestii, uważam za właściwe zajęcie się samą wysokością limitu, szczególnie w kontekście okoliczności sprzedaży będącej przedmiotem postępowania głównego.

37. Gdy rechtbank Breda wydał w dniu 27 grudnia 2010 r. orzeczenie będące przedmiotem tego postępowania, zarówno w dyrektywie 2003/71, jak i w prawie niderlandzkim limit wynosił 2 500 000 EUR. Cztery dni później weszła w życie dyrektywa 2010/73, podnosząca limit przewidziany w dyrektywie 2003/71 do 5 000 000 EUR, przy czym termin transpozycji tej zmiany przez państwa członkowskie upłynął w dniu 1 lipca 2012 r.<sup>11</sup>. Jednak – jak się wydaje – mimo że większość zmian wprowadzonych dyrektywą 2010/73 została przetransponowana do prawa niderlandzkiego<sup>12</sup>, limitu tego nie podniesiono. Pomiedzy przepisami dyrektywy 2003/71 i prawem niderlandzkim powstała tym samym rozbieżność, która może wciąż istnieć, gdy nastąpi sprzedaż będąca przedmiotem postępowania głównego.

38. Rozbieżność ta została zauważona przez rząd niderlandzki i Komisję, nie wyciągnęły one z niej jednak żadnych konsekwencji. Pomimo że nie wynika to całkowicie jasno z uwag na piśmie Komisji, wydaje się, że instytucja ta jest zdania, iż państwo członkowskie może stosować wymogi prawa krajowego równoważne z tymi zawartymi w dyrektywie 2003/71, gdy oferta nie przekracza obecnie obowiązującego limitu 5 000 000 EUR określonego w art. 1 ust. 2 lit. h), ale nie może ono wymagać publikacji prospektu emisyjnego, gdy cena ofertowa nie przekracza limitu 100 000 EUR określonego w art. 3 ust. 2 lit. e).

10 — Zobacz pkt 10 tiret pierwsze niniejszej opinii.

11 — Zobacz pkt 9 niniejszej opinii i przypis 5 powyżej.

12 — Wet van 10 mei 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet toezicht financiële verslaggeving in verband met de herziene richtlijn prospectus (niderlandzka ustawa z dnia 10 maja 2012 r. zmieniająca ustawę w sprawie nadzoru finansowego i ustawę w sprawie informacji finansowej w ramach znowelizowanej dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego).

39. Jeśli taki jest rzeczywiście pogląd Komisji, to moim zdaniem jest on błędny. Dyrektywa 2003/71 jest instrumentem służącym harmonizacji, a jednym z jej fundamentalnych celów jest wprowadzenie „jednolitego paszportu” pozwalającego emitentom na zebranie kapitału we wszystkich państwach członkowskich. Cel ten nie zostałby osiągnięty, gdyby limit stosowania wymogów dyrektywy 2003/71 (z których najbardziej istotnym, na którym opierają się wszystkie inne, jest wymóg publikacji prospektu emisyjnego) różnił się w poszczególnych państwach członkowskich.

40. Jeśli zaś chodzi o zawarty w art. 3 ust. 2 lit. e) dyrektywy 2003/71 limit 100 000 EUR, przyznaję, że jego obecność jest dla mnie zastanawiająca. Gdy „całkowit[a] wartoś[ć] w Unii [jest] mniejsz[a] niż 100 000 EUR, przy czym ograniczenie to oblicza się za okres 12 miesięcy”, nie ma konieczności stwierdzenia, że „obowiązek publikacji prospektu emisyjnego nie ma zastosowania”, ponieważ sytuacje takie są już wyłączone z zakresu zastosowania dyrektywy jako całości poprzez znacznie wyższy limit przewidziany w art. 1 ust. 2 lit. h). Wydaje się nadto anomalią, aby przepis dyrektywy regulował kategorię transakcji, która została już wyraźnie wyłączona z zakresu zastosowania tej dyrektywy innym przepisem.

41. Jeśli celem prawodawcy było zobowiązanie państw członkowskich do wprowadzenia wymogu publikacji prospektu emisyjnego, gdy całkowita wartość oferty przekracza 2 500 000 EUR (lub, następnie, 5 000 000 EUR), uniemożliwienie wprowadzenia tego wymogu, w przypadku gdy wartość oferty jest niższa niż 100 000 EUR, i następnie umożliwienie wyboru, czy wprowadzać taki wymóg, czy też nie, gdy całkowita wartość oferty zawiera się w przedziale między tymi kwotami, to moim zdaniem intencja ta powinna była zostać wyrażona zdecydowanie jaśniej. Natomiast w obecnym stanie rzeczy w sformułowaniu preambuły ani w części normatywnej tej dyrektywy nie znajdują podstaw pozwalających na powyższy wniosek.

42. Wobec powyższego uważam, że emitent lub oferujący mogliby powoływać się na dyrektywę 2003/71, ze zmianami, gdyby uprawniony organ niderlandzki żądał publikacji prospektu emisyjnego, w przypadku gdyby, począwszy od dnia 1 lipca 2012 r., całkowita wartość oferty zawierała się w przedziale między 2 500 000 EUR i 5 000 000 EUR. Sąd krajowy musiałby wówczas zdecydować o zwolnieniu z zastosowania przepisu prawa krajowego zawierającego wymóg publikacji prospektu.

43. Jeśli zaś chodzi o metodę określania w tym celu całkowitej wartości oferty, rozumiem trudności, które mogą zaistnieć w szeregu sytuacji. Każda sprzedaż w drodze licytacji wiąże się z niepewnością, i mimo że akcje mogą mieć obiektywnie pewną ekonomiczną wartość (którą można przynajmniej w przybliżeniu określić), nie ma gwarancji uzyskania za nie takiej ceny.

44. Trudności te nie wydają się jednak dotyczyć postępowania głównego. Rechtbank Breda przezornie określił, że liczba akcji, które powinny zostać sprzedane, nie może być większa niż ta potrzebna do zaspokojenia wymaganej kwoty 500 000 EUR wraz z kosztami postępowania. Ponieważ co do zasady koszty postępowania można określić dość dokładnie, całkowita kwota do uzyskania ze sprzedaży powinna być możliwa do oszacowania z dość dużą dokładnością jeszcze przed aukcją. Owa kwota powinna moim zdaniem zostać uznana za „całkowitą wartość” na potrzeby zastosowania limitu określonego w art. 1 ust. 2 lit. h) dyrektywy 2003/71.

45. Zgodnie z powyższym dyrektywa 2003/71 i zawarty w niej wymóg publikacji prospektu emisyjnego miałyby zastosowanie tylko wówczas, gdyby całkowita wartość oferty przekroczyła 5 000 000 EUR.

46. Wydaje się bardzo mało prawdopodobne, aby koszty postępowania z tytułu zajęcia i sprzedaży w drodze licytacji akcji, mającej na celu uzyskanie sumy głównej 500 000 EUR, mogły się zbliżyć do kwoty 4 500 000 EUR. Gdyby zaś koszty postępowania miały być tak wysokie, byłyby to powód do głębokiego niepokoju dla niderlandzkiego wymiaru sprawiedliwości.

47. Z powyższych powodów sprzedaż będąca przedmiotem postępowania głównego wydaje się wyraźnie wyłączona z zakresu zastosowania dyrektywy 2003/71, a tym samym nie dotyczy jej obowiązek publikacji prospektu emisyjnego. Z tego względu całkowicie zbędne wydaje się zatem rozważanie przez odpowiedni sąd krajowy pytania (w tym przypadku czysto hipotetycznego), czy podobna sprzedaż za większą sumę wymagałaby publikacji prospektu emisyjnego.

48. Tymczasem nie należy jednak zapominać, że limit określony w art. 1 ust. 2 lit. h) dyrektywy 2003/71 powinien zostać obliczony w okresie 12 miesięcy. Ponieważ kwota, której dotyczy zaskarżone orzeczenie rechtbank Breda, odpowiada jedynie zaliczce na poczet zapłaty długu spółek Almer i Daedalus wobec spółek Van den Dungen i Oosterhout oraz ponieważ Hoge Raad nie określił we wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym całkowitej wielkości tego długu, istnieje możliwość, że zarządzane zostaną kolejne licytacje i być może całkowita wartość oferty obliczona w okresie 12 miesięcy przekroczy limit 5 000 000 EUR. W takim przypadku pytanie, o którym mowa w poprzednim paragrafie – pierwsze pytanie Hoge Raad – przestałoby być hipotetyczne.

49. Przejdę więc teraz do przeanalizowania pytania, czy przymusowa licytacja akcji takich jak te będące przedmiotem postępowania głównego powinna być traktowana jako publiczna oferta na papiery wartościowe, w przypadku której art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/71 nakłada obowiązek publikacji prospektu emisyjnego.

#### *Pytanie pierwsze*

50. Po pierwsze, wydaje się jasne, że sprzedaż w drodze publicznej licytacji ogłoszonej w dwóch krajowych dziennikach mieści się w zakresie definicji „publicznej oferty na papiery wartościowe” stanowiącej „obwieszczenie osobom w każdej formie i dowolnymi środkami”, o którym mowa w art. 2 ust. 1 lit. d) dyrektywy 2003/71.

51. Zwracam jednak w tym miejscu uwagę na fakt, że pozostała część definicji zawartej w tym przepisie („przedstawiające wystarczające informacje w sprawie warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych w celu umożliwienia inwestorowi decyzji o nabyciu lub subskrypcji takich papierów wartościowych”) wydaje się – w najlepszym wypadku – myląca. Gdyby sama oferta miała zawierać „wystarczające informacje”, dodatkowa publikacja prospektu emisyjnego, której celem jest przedstawienie takich informacji<sup>13</sup>, wydawałaby się zbędna. Trudno jest natomiast wyobrazić sobie możliwość uniknięcia publikacji prospektu emisyjnego z powodu tego, że oferta nie zawiera wystarczających informacji pozwalających inwestorowi na podjęcie decyzji. Z tego względu będę interpretować tę część definicji jako oznaczającą, że oferta musi określać przedmiotowe papiery wartościowe i zawierać informacje pozwalające inwestorowi na ich ewentualne nabycie, a nie że musi ona zawierać wszystkie informacje konieczne do podjęcia przez inwestora świadomej decyzji.

52. Z tej perspektywy zarządzane przez rechtbank Breda ogłoszenie o sprzedaży w drodze licytacji w dwóch krajowych dziennikach musi być zgodne także z drugą częścią definicji. Ponieważ jednak mało prawdopodobne jest zawarcie w ogłoszeniu wszystkich informacji, które pozwoliłyby inwestorowi na podjęcie świadomej decyzji, przy dosłownej interpretacji, sprzedaż taka może znaleźć się poza zakresem tej części definicji, a tym samym poza definicją w ogóle.

13 — Zobacz pkt 13 niniejszej opinii.

53. Opierając się jednak na mojej interpretacji art. 2 ust. 1 lit. d) dyrektywy 2003/71, przyjmę, że rzeczona sprzedaż mieści się w szerokiej definicji zawartej w tym przepisie. Z tego względu co do zasady będzie ona podlegała także obowiązkowi publikacji prospektu emisyjnego zawartemu w art. 3 ust. 1<sup>14</sup>.

54. Istnieje jednak szereg wyjątków zarówno od definicji, jak i od obowiązku (w przypadku tego postępowania rozróżnienie pomiędzy wyłączeniem z zakresu zastosowania dyrektywy 2003/71 i wyłączeniem z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego będącego centralnym elementem tej dyrektywy, od którego zależy wiele innych obowiązków, jest bezprzedmiotowe, ponieważ postępowanie to dotyczy właśnie ewentualnego ustalenia tego obowiązku).

55. Jak już wspomniałam, wyłączenie z zakresu zastosowania dyrektywy 2003/71 zawarte w art. 1 ust. 2 lit. h) wydaje się obejmować sprzedaż będącą przedmiotem postępowania. Dziewięć pozostałych wyłączeń zawartych w art. 1 ust. 2 dotyczy określonego rodzaju papierów wartościowych i nic nie wskazuje na to, aby akcje, które mają być przedmiotem sprzedaży w postępowaniu głównym, należały do jednego z tych rodzajów.

56. Artykuł 3 ust. 2 wymienia pięć wyjątków od obowiązku publikacji prospektu emisyjnego. Artykuł 3 ust. 2 lit. e), który omówiłam powyżej, wydaje się w każdym razie nie dotyczyć wzmiankowanej sprzedaży, w przypadku której należy się spodziewać, że wartość oferty przekroczy limit 100 000 EUR. Pozostałe cztery wyjątki (oferty skierowane wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych, a zatem co do zasady do profesjonalistów, oferty adresowane do mniej niż 150 osób w jednym państwie członkowskim i te, w przypadku których nominalna jednostka lub każdej osobnej oferty przekracza 100 000 EUR) nie zostały uznane za mające znaczenie dla postępowania głównego.

57. Artykuł 4 ust. 1 i 2 wymienia z kolei 13 innych kategorii ofert, które można sklasyfikować bardzo szeroko jako oferty papierów wartościowych mających zastąpić papiery wartościowe już wyemitowane lub znajdujące się w obrocie, zostać na nie wymienione lub stanowić do nich dodatek. Również te oferty wyłączone są z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego, i także w tym przypadku wydaje się, że oferta będąca przedmiotem postępowania głównego nie należy do żadnej z wymienionych tam kategorii.

58. Na pierwszy rzut oka wydawałoby się więc, że jeśli licytacja przymusowa papierów wartościowych taka jak ta będąca przedmiotem postępowania głównego z racji samego charakteru (a nie wartości) nie mieści się w żadnej z wyraźnie wyłączonych kategorii, to musi się mieścić w pozostałej szeroko pojętej kategorii „obwieszczenie osobom w każdej formie i dowolnymi środkami”, które to obwieszczenie zapewnia potencjalnym inwestorom informacje wystarczające do zidentyfikowania oferowanych papierów wartościowych i ich ewentualnego nabycia.

59. Z celów określonych w dyrektywie 2003/71, z jej brzmienia, struktury i konstrukcji jako całości, a w szczególności z warunków długiej listy wyraźnych wyłączeń z zakresu jej zastosowania i z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego wynika dla mnie jasno, że intencją prawodawcy było uwzględnienie wszystkich sytuacji, w przypadku których papiery wartościowe są *normalnie* emitowane lub są przedmiotem obrotu, w szczególności – jeśli nie wyłącznie – na rynkach regulowanych.

60. Uważam także za prawdopodobne (i jak mi się wydaje, na rozprawie delikatnie przyznała to także Komisja, gdy zgodziła się, że należy żałować, iż dyrektywa 2003/71 nie zawiera żadnych przepisów dotyczących licytacji przymusowej papierów wartościowych), że prawodawca po prostu nie uznał za konieczne uregulowania licytacji przymusowej. Nie znalazłam żadnych wzmianek na temat tego

14 — Dla porządku dodam także, że mimo iż – jak może się wydawać – pierwszorzędym celem dyrektywy 2003/71 jest uregulowanie pierwotnej sprzedaży papierów wartościowych, w szczególności na rynku regulowanym, z art. 3 ust. 2 akapit drugi wynika jasno, że stosuje się ją także w określonych okolicznościach do odsprzedaży (zobacz pkt 11 niniejszej opinii).

rodzaju sprzedaży na żadnym etapie prac nad dyrektywą i nie zwrócono na nie uwagi także Trybunałowi. Może to sugerować, że tego rodzaju sprzedaż w sposób milczący została uznana za nieleżącą w zakresie zastosowania dyrektywy 2003/71, skoro jej szczególne cechy nie zostały uznane za warte wyraźnego uregulowania.

61. Jasne jest ponadto, że licytacja przymusowa papierów wartościowych takich jak te będące przedmiotem postępowania głównego zdecydowanie różni się od normalnej emisji papierów wartościowych lub obrotu nimi, czy to na regulowanym rynku, czy też w innych okolicznościach. Nie ma ona absolutnie nic wspólnego z emisją papierów wartościowych i w bardzo niewielkim stopniu podobna jest do obrotu papierami wartościowymi. Papiery wartościowe nie są sprzedawane przez emitenta lub posiadacza, zostały natomiast zajęte i są sprzedawane na żądanie strony trzeciej, na zarządzenie władzy sądowiczej państwa, jedynie w celu zaspokojenia długu. Podsumowując, tego rodzaju sprzedaż leży nie w sferze, której regulacja stanowi cel dyrektywy 2003/71, lecz w sferze prawa cywilnego i egzekucji długu, a nic nie wskazuje na to, aby celem dyrektywy było oddziaływanie na tę sferę w jakikolwiek sposób.

62. W przypadku licytacji przymusowej niewielkie znaczenie ma dla dłużnika to, co jest przedmiotem sprzedaży mającej na celu zaspokojenie długu: mogą to być papiery wartościowe, towary przeznaczone do sprzedaży, maszyny i urządzenia, grunty i budynki, pojazdy lub inne składniki majątku. W niektórych przypadkach dostępne mogą być jednak tylko papiery wartościowe. Nie sądzę, aby w takich sytuacjach dyrektywa 2003/71 mogła być interpretowana jako nakładająca na wierzyciela (lub urzędnika dokonującego sprzedaży) obowiązek (i to raczej dość uciążliwy), który nie występowałby w przypadku dostępności innych składników majątku.

63. Innymi słowy, nie było ani wyraźnym, ani dorozumianym zamiarem prawodawcy, aby dyrektywa 2003/71 powodowała konsekwencje dla różnych rodzajów funkcjonujących w państwach członkowskich egzekucji długów w postępowaniu cywilnym, w przypadku gdy zaspokojenie długu możliwe jest jedynie poprzez licytację przymusową papierów wartościowych.

64. Nadto należy przypomnieć, że – prawdopodobnie bardziej w tym przypadku, niż w innych okolicznościach – w przypadku licytacji przymusowej składników majątku – materialnych lub niematerialnych, o jakimkolwiek charakterze – potencjalny licytant musi się kierować zasadą *caveat emptor*. Przy tego rodzaju sprzedaży kupujący musi brać pod uwagę ryzyko, że dokonany przez niego zakup okaże się inny niż początkowo się wydawał. Kupujący nie oczekuje, i nie może oczekiwać, tego samego rodzaju pełnej informacji i gwarancji jak te, do których byłby uprawniony, gdyby kupował towar od producenta lub papiery wartościowe od emitenta lub oferującego w normalnym obrocie. To właśnie było powodem, który skłonił Hoge Raad do zastanowienia się nad sposobem ustalania całkowitej wartości oferty, w sytuacji gdy z powodu naturalnej ostrożności licytantów osiągnięta cena może być znacznie niższa niż rzeczywista wartość papierów wartościowych.

65. Rozważania te uzupełnić można o kilka, jak się wydaje, drugorzędnych kwestii podniesionych na różnych etapach postępowania przed Trybunałem, dotyczących praktycznych trudności związanych z publikacją prospektu emisyjnego w przypadku przymusowej sprzedaży papierów wartościowych.

66. I tak, możliwa jest oczywiście sytuacja, gdy nawet przy licytacji przymusowej istnieje ważny prospekt emisyjny<sup>15</sup>. Można jednak przyjąć, że gdyby sytuacja ta dotyczyła postępowania głównego, wnioski o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym nie zostałyby złożone.

15 — Zobacz pkt 15 niniejszej opinii.

67. Może się także zdarzyć (i być może dotyczy to postępowania głównego), że posiadacz papierów wartościowych ma dostęp do informacji wystarczających do przygotowania prospektu emisyjnego lub pomocy przy jego przygotowaniu. Jednak nawet w takim przypadku uzyskanie, zorganizowanie i sformułowanie koniecznych informacji<sup>16</sup> jest uciążliwym zadaniem, które może utrudnić i opóźnić proces egzekucji długu<sup>17</sup>.

68. Bardziej prawdopodobne jest jednak, że żaden ważny prospekt nie jest dostępny lub że stanowiące przedmiot sprzedaży papiery wartościowe zostały wyemitowane przez podmiot, z którym ich posiadacza nie łączą inne stosunki gospodarcze i który nie jest zainteresowany publikowaniem prospektu emisyjnego jedynie w celu licytacji przymusowej, z którą nie jest w żaden sposób powiązany. Emitent może nawet nie mieć siedziby w Europie; można bowiem wyobrazić sobie, że przymusowa sprzedaż dotyczy papierów wartościowych wyemitowanych przez spółkę działającą jedynie w Afryce, Azji, Australii lub Ameryce, której to spółki nie obowiązuje prawo Unii Europejskiej ani prawo państwa członkowskiego, w którym zarządzono przymusową sprzedaż. Kto wówczas byłby objęty obowiązkiem przewidzianym w art. 6 ust. 1 dyrektywy 2003/71<sup>18</sup>? Mógłby to być jedynie oferujący, którym byłby prawdopodobnie urzędnik dokonujący sprzedaży, ponieważ prawdopodobne jest, że papiery wartościowe zostałyby już odebrane dłużnikowi.

69. W związku z powyższym uzyskanie szczegółowych informacji koniecznych do sporządzenia prospektu mogłoby stanowić problem niemal nie do pokonania i mogłoby w takim wypadku znacząco utrudniać właściwe stosowanie środków prawnych przewidzianych w krajowym prawie cywilnym.

70. Powyższe rozważania utwierdzają mnie w przekonaniu, że licytacja przymusowa papierów wartościowych taka jak ta będąca przedmiotem postępowania głównego nie wchodzi w zakres zastosowania dyrektywy 2003/71.

## **Wnioski**

71. Z przytoczonych wyżej powodów jestem zdania, że Trybunał powinien orzec w przedmiocie pytań prejudycjalnych Hoge Raad der Nederlanden w następujący sposób:

- 1) Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE nie ma zastosowania do sprzedaży papierów wartościowych w drodze licytacji w celu uzyskania sumy, o której z góry wiadomo, że nie przekroczy limitu 5 000 000 EUR określonego w art. 1 ust. 2 lit. h) tej dyrektywy, ze zmianami.
- 2) Dyrektywy 2003/71 nie stosuje się do licytacji przymusowej papierów wartościowych, w stosunku do których sąd zarządził odebranie ich posiadaczowi i sprzedaż w celu zaspokojenia długu.

16 — Zobacz pkt 13 i 19 niniejszej opinii.

17 — Zobacz także pkt 16 niniejszej opinii.

18 — Zobacz pkt 14 i 17 niniejszej opinii.