CONCLUSIE VAN ADVOCAAT-GENERAAL
E. SHARPSTON
van 19 juni 2014[1]

Zaak C-441/12

Almer Beheer BV
en
Daedalus Holding BV
tegen
Van den Dungen Vastgoed BV
en
Oosterhout II BVBA

(verzoek van de Hoge Raad der Nederlanden om een prejudiciële beslissing)

„Vennootschapsrecht — Richtlijn 2003/71/EG — Verplichting tot publicatie van een prospectus wanneer effecten te koop worden aangeboden aan het publiek — Werkingssfeer — Executoriale verkoop en overdracht van effecten — Totale tegenwaarde van de aanbieding”

1. Overeenkomstig de prospectusrichtlijn[2] staan de lidstaten de aanbieding van effecten aan het publiek zonder voorafgaande publicatie van een prospectus op hun grondgebied niet toe.

2. Deze richtlijn heeft blijkens de considerans ervan in wezen een tweeledig doel: de efficiëntie van een eengemaakte effectenmarkt te waarborgen en de beleggers te beschermen.

3. Het begrip „aanbieding van effecten aan het publiek” is ruim omschreven, maar er geldt een aantal uitzonderingen, zowel op de werkingssfeer van de prospectusrichtlijn zelf als op de omvang van de prospectusplicht. Zo zijn er onder meer uitzonderingen van toepassing wanneer de totale tegenwaarde beneden een bepaalde drempel blijft.

4. Het hoofdgeding betreft een situatie waarin, in grote lijnen (de precieze feiten zijn complexer), vennootschap A, die een schuld heeft aan vennootschap B, aandelen bezit in vennootschap C. Op die aandelen is op verzoek van vennootschap B beslag gelegd en bij rechterlijke beschikking is bepaald dat zij door middel van openbare verkoop door een deurwaarder moeten worden verkocht om een deel van de schuld te voldoen. De te genereren opbrengst is in de beschikking gefixeerd op een bepaald bedrag, verhoogd met het bedrag dat nodig is om de proces-, de beslag- en de executiekosten te kunnen voldoen.

1 — Oorspronkelijke taal: Engels.

2 — 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), zoals gewijzigd.

5. In die omstandigheden wenst de Hoge Raad der Nederlanden (hierna: „Hoge Raad") te vernemen, ten eerste, of de omschrijving van een aanbieding van effecten aan het publiek in de prospectusrichtlijn voldoende ruim is om ook een executoriale verkoop van effecten te omvatten zoals die welke in casu aan de orde is en, ten tweede, op welke wijze de totale tegenwaarde van de aanbieding moet worden bepaald.

6. Om de hierna uiteen te zetten redenen meen ik te moeten beginnen met de behandeling van de tweede vraag, waarbij ik tot de conclusie kom dat (naar alle waarschijnlijkheid) de in het hoofdgeding aan de orde zijnde verkoop wegens de beperkte waarde ervan hoe dan ook uitdrukkelijk van de werkingssfeer van de prospectusrichtlijn is uitgesloten, zodat de eerste vraag niet behoeft te worden beantwoord. Maar zelfs indien dat niet zo was, zijn de omstandigheden van een dergelijke verkoop mijns inziens van dien aard dat moet worden aangenomen dat de prospectusplicht van die richtlijn daarop niet van toepassing is.

Toepasselijke bepalingen

Unierecht

7. Artikel 1 van de prospectusrichtlijn heeft het opschrift „Doel en werkingssfeer".

8. Volgens artikel 1, lid 1, is het doel van de richtlijn „de harmonisatie van de eisen 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 in een lidstaat gelegen of functionerende gereglementeerde markt". De onderliggende doelstellingen strekken er volgens de considerans in wezen toe, door harmonisatie enerzijds een efficiënte eengemaakte effectenmarkt tot stand te brengen, waarop uitgevende instellingen en aanbieders van effecten vrij kunnen handelen met gebruikmaking van het „ene paspoort" (namelijk het door de richtlijn vereiste en geregelde prospectus)[3], en anderzijds een passende bescherming te bieden aan beleggers, met name door de openbaarmaking van alle relevante informatie.[4]

9. Artikel 1, lid 2, betreffende de werkingssfeer, somt tien situaties op waarin de prospectusrichtlijn niet van toepassing is. In alle gevallen op één na, zijn die situaties omschreven op basis van de categorie betrokken effecten. De uitzondering (artikel 1, lid 2, sub h) omschrijft de situatie onder verwijzing naar de „totale tegenwaarde van de aanbieding" berekend over een periode van twaalf maanden. Oorspronkelijk gold de richtlijn niet wanneer die totale tegenwaarde minder dan 2 500 000 EUR bedroeg. Die drempel is verhoogd tot 5 000 000 EUR bij richtlijn 2010/73/EU[5], die in werking is getreden op 31 december 2010 en uiterlijk op 1 juli 2012 door de lidstaten in nationaal recht moest zijn omgezet.

3 — Zie met name de punten 1, 4, 10, 14, 17 en 45 van de considerans.

4 — Zie met name de punten 10, 12, 16, 18-21, 27, 29 en 34 van de considerans.

5 — Artikel 1, lid 1, sub a-i, van richtlijn 2010/73 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van [richtlijn 2003/71/EG en] richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten (PB L 327, blz. 1).

10. Artikel 2, lid 1, bevat een aantal definities voor de toepassing van de prospectusrichtlijn, met name:

— „‚effecten': alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, betaalinstrumenten uitgezonderd, zoals [...] aandelen in vennootschappen en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, alsmede aandelencertificaten [...]" [artikel 2, lid 1, sub a, dat verwijst naar (het huidige) artikel 4, lid 1, punt 18, van richtlijn van de Raad 2004/39/EG [6]];

— „‚aanbieding van effecten aan het publiek': een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten. Deze definitie is ook van toepassing op de plaatsing van effecten via financiële intermediairs" (artikel 2, lid 1, sub d);

— „‚uitgevende instelling': een juridische entiteit die effecten uitgeeft of voornemens is effecten uit te geven" (artikel 2, lid 1, sub h) en

— „‚aanbieder': een juridische entiteit of natuurlijke persoon die effecten aan het publiek aanbiedt" (artikel 2, lid 1, sub i).

11. De prospectusplicht is vastgelegd in artikel 3 van de prospectusrichtlijn, dat bepaalt:

„1. De lidstaten staan aanbieding van effecten aan het publiek zonder voorafgaande publicatie van een prospectus op hun grondgebied niet toe.

2. De prospectusplicht geldt niet voor de volgende categorieën aanbiedingen:

a) een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding van effecten, en/of

b) een aanbieding van effecten aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen per lidstaat die geen gekwalificeerde beleggers zijn, en/of

c) een aanbieding van effecten aan beleggers die bij elke afzonderlijke aanbieding effecten aankopen tegen een totale tegenwaarde van ten minste 50 000 EUR per belegger, en/of

d) een aanbieding van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50 000 EUR, en/of

e) een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100 000 EUR. Dit grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden.

Elke doorverkoop van effecten die voorheen het voorwerp waren van één of meer soorten aanbiedingen zoals bedoeld in dit lid, wordt evenwel als een afzonderlijke aanbieding aangemerkt en moet aan de definitie van artikel 2, lid 1, sub d, worden getoetst om uit te maken of het een aanbieding van effecten aan het publiek betreft. De plaatsing van effecten via financiële intermediairs wordt afhankelijk gesteld van de publicatie van een prospectus indien voor de definitieve plaatsing aan geen enkele van de voorwaarden sub a tot en met e is voldaan.

6 — Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PB L 145, blz. 1); oorspronkelijk werd verwezen naar artikel 1, punt 5, van richtlijn 93/22.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat elke toelating van effecten tot de handel op een op hun grondgebied gelegen of functionerende gereglementeerde markt afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus."

12. Op grond van artikel 4 van de prospectusrichtlijn zijn nog eens 13 categorieën aanbiedingen van effecten aan het publiek vrijgesteld van de prospectusplicht.

13. Artikel 5 van de prospectusrichtlijn bepaalt:

„1. Onverminderd artikel 8, lid 2[7], bevat het prospectus alle gegevens welke in het licht van de specifieke aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten effecten de noodzakelijke informatie vormen 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.

2. Het prospectus bevat gegevens over de uitgevende instelling en de effecten die aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten. Het omvat ook een samenvatting. De samenvatting beschrijft op beknopte wijze en in niet-technische bewoordingen de belangrijkste kenmerken van en risico's verbonden aan de uitgevende instelling, de eventuele garant en de effecten, in de taal waarin het prospectus oorspronkelijk is gesteld. [...]"

14. Artikel 6, lid 1, van de prospectusrichtlijn bepaalt: „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 zijn leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereglementeerde markt of de garant, al naargelang van het geval. [...]" Artikel 6, lid 2, verplicht de lidstaten „er zorg voor [te 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".

15. Volgens artikel 9, lid 1, van de prospectusrichtlijn is een prospectus gedurende twaalf maanden na de publicatie ervan geldig voor aanbiedingen aan het publiek, mits het wordt aangevuld met de overeenkomstig artikel 16 vereiste documenten ter aanvulling van het prospectus.[8]

16. Artikel 13, lid 1, van de prospectusrichtlijn schrijft voor: „Het prospectus mag pas na goedkeuring door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst worden gepubliceerd." De uitgevende instelling of aanbieder wordt van de goedkeuring in kennis gesteld binnen een termijn van tien of twintig werkdagen volgend op de indiening van het ontwerpprospectus of de volledige verstrekking van de vereiste documenten of de aanvullende informatie, al naargelang welke van later datum is (artikel 13, leden 2, 3 en 4).

17. Artikel 25, lid 1, van de prospectusrichtlijn bepaalt dat de lidstaten, onverminderd hun recht tot het opleggen van strafrechtelijke sancties of onverminderd hun wettelijkeaansprakelijkheidsregeling er zorg voor dragen dat „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".

7 — Op grond van artikel 8, lid 2, van de prospectusrichtlijn kan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst (in bepaalde nader aangegeven omstandigheden) toestaan dat informatie waarvan de vermelding anders vereist zou zijn, niet in het prospectus wordt vermeld.

8 — Volgens artikel 16 dient elke met de informatie in het prospectus verband houdende belangrijke nieuwe ontwikkeling, materiële vergissing of onjuistheid die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten en zich voordoet of geconstateerd wordt tussen het tijdstip van goedkeuring van het prospectus en de definitieve afsluiting van de aanbieding te worden vermeld in een document ter aanvulling van het prospectus.

18. Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie [9] (hierna: „uitvoeringsverordening") bevat nadere bepalingen.

19. Volgens artikel 22, lid 1, tweede alinea, van de uitvoeringsverordening moet een basisprospectus, naargelang van de aard van de uitgevende instelling en de betrokken effecten, de in verschillende bijlagen bij die verordening opgenomen informatie bevatten. Deze informatie omvat een volledig overzicht van de situatie van de uitgevende instelling, waaronder onder meer haar rechtsvorm, investeringen, belangrijkste activiteiten, belangrijkste markten, organisatiestructuur, financiële toestand, kapitaalmiddelen, winstprognoses en bedrijfsleiding (zie bijlage I bij de uitvoeringsverordening).

Nederlands recht

20. De prospectusrichtlijn is in Nederlands recht omgezet bij de Wet op het financieel toezicht (hierna: „Wft"), waarvan artikel 5:2 bepaalt dat het verboden is in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek, tenzij een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat is goedgekeurd door de toezichthoudende instantie van een lidstaat.

21. Overeenkomstig artikel 53, lid 2, van de Vrijstellingsregeling Wft geldt een vrijstelling van de prospectusplicht wanneer de totale tegenwaarde van de aanbieding, berekend over een periode van twaalf maanden, minder dan 2 500 000 EUR bedraagt. Die drempel, die bij de aanvang van de uitvoering van de prospectusrichtlijn was ingesteld, is na de inwerkingtreding van richtlijn 2010/73 niet verhoogd tot 5 000 000 EUR.

Feiten, procedure, vragen en opmerkingen

22. Van den Dungen Vastgoed BV en Oosterhout II BVBA (hierna: „Van den Dungen en Oosterhout") hebben een overeenkomst gesloten met Almer Beheer BV en Daedalus Holding BV (hierna: „Almer en Daedalus") krachtens welke met name: de vennootschap Global Hail Group BV (hierna: „Global Hail") zou worden opgericht; alle aandelen in Global Hail zouden worden gehouden door Stichting Administratiekantoor Global Hail (hierna: „STAK") waarvan het bestuur zou worden gevormd door de vertegenwoordigers van de partijen bij de overeenkomst samen, en Van den Dungen en Oosterhout zouden bepaalde in andere vennootschappen gehouden aandelen onderbrengen in Global Hail tegen een door Almer en Daedalus te betalen prijs.

23. Tussen partijen is het tot meerdere geschillen en gerechtelijke procedures gekomen. Op 30 oktober 2009 heeft de Rechtbank Breda Almer en Daedalus veroordeeld tot betaling van 500 000 EUR aan Van den Dungen en Oosterhout ten titel van voorschot op de koopsom voor de aan Global Hail Group overgedragen aandelen. Tot zekerheid van de betaling hebben Van den Dungen en Oosterhout de door STAK aan Almer en Daedalus uitgegeven certificaten van aandelen in executoriaal beslag doen nemen.

24. Bij beschikking van 27 december 2010 heeft de Rechtbank Breda bepaald dat de verkoop en overdracht van die certificaten van aandelen binnen zes maanden plaatsvindt door een door Van den Dungen en Oosterhout aan te wijzen deurwaarder. Volgens deze beschikking dient de verkoop plaats te vinden door middel van openbare verkoop via een advertentie in twee landelijke dagbladen, dienen

9 — Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft (PB L 149, blz. 1). Deze verordening is vastgesteld op basis van met name de artikelen 5, lid 5, 7, 10, lid 4, 11, lid 3, 14, lid 8, en 15, lid 7, van de prospectusrichtlijn.

de aandelen aan de hoogste bieder te worden overgedragen, moeten alle aandelen worden aangeboden maar hoeft slechts dat aantal aandelen te worden geëxecuteerd dat nodig is om de voldoening te bewerkstelligen van het bedrag van 500 000 EUR, verhoogd met de proces-, de beslag- en de executiekosten, en is de prospectusplicht niet van toepassing.

25. Almer en Daedalus hebben beroep ingesteld bij het Gerechtshof 's-Hertogenbosch, dat op 5 april 2011 de beslissing van de Rechtbank Breda heeft bekrachtigd. Het hof overweegt met name dat er geen prospectusplicht bestaat aangezien het niet aannemelijk is dat de waarde van de te verkopen aandelen het bedrag van 2 500 000 EUR zal overstijgen.

26. Almer en Daedalus hebben beroep in cassatie ingesteld bij de Hoge Raad die, van oordeel dat de uitkomst van het cassatieberoep afhangt van de uitlegging van de artikelen 1, lid 2, sub h, en 3, lid 1, van de prospectusrichtlijn, het Hof heeft verzocht om een prejudiciële beslissing over de volgende vragen:

„1) Dient artikel 3, lid 1, van de prospectusrichtlijn aldus te worden uitgelegd dat de daarin opgenomen prospectusplicht in beginsel (dat wil zeggen afgezien van de in de richtlijn opgenomen vrijstellingen en uitzonderingen voor bepaalde gevallen) ook van toepassing is op een executoriale verkoop van effecten?

2) a) Indien het antwoord op vraag 1 bevestigend luidt, dient dan het begrip ‚de totale tegenwaarde van de aanbieding' als bedoeld in artikel 1, lid 2, punt h, van de prospectusrichtlijn, aldus te worden uitgelegd dat bij een executoriale verkoop van effecten uitgegaan moet worden van de, met inachtneming van het bijzondere karakter van een executieverkoop, redelijkerwijs te verwachten opbrengst, ook indien de redelijkerwijs te verwachten opbrengst aanzienlijk onder de waarde in het economisch verkeer ligt?

b) Indien het antwoord op vraag 1 bevestigend luidt, maar het antwoord op vraag 2(a) ontkennend luidt, hoe moet dan ‚de totale tegenwaarde van de aanbieding' als bedoeld in artikel 1, lid 2, punt h, van de prospectusrichtlijn uitgelegd worden, in het bijzonder bij een executoriale verkoop van effecten?"

27. De Tsjechische, de Duitse, de Nederlandse, de Poolse en de Portugese regering en de Europese Commissie hebben schriftelijke opmerkingen ingediend. Ter terechtzitting hebben de Duitse en de Portugese regering en de Commissie mondelinge toelichtingen gegeven. Geen van de partijen in het hoofdgeding heeft opmerkingen ingediend over de gestelde vragen.

28. Van degenen die opmerkingen hebben ingediend, behandelt de Nederlandse regering alleen de tweede vraag en meent de Commissie dat van de beantwoording van de eerste vraag kan worden afgezien wanneer de tweede vraag eerst wordt beantwoord. Zij lijken ervan uit te gaan dat in het hoofdgeding de totale tegenwaarde van de aanbieding beneden de drempel voor de toepassing van de prospectusrichtlijn blijft.

29. De Duitse, de Poolse en de Portugese regering behandelen daarentegen uitsluitend de eerste vraag, terwijl de Tsjechische regering primair die vraag onderzoekt en slechts kort ingaat op de tweede vraag.

30. Met betrekking tot de eerste vraag menen de Tsjechische regering en de Commissie dat een executoriale verkoop van effecten zoals die welke in casu aan de orde is, binnen de werkingssfeer valt van een „aanbieding van effecten aan het publiek" in de zin van de prospectusrichtlijn, terwijl de Duitse en de Poolse regering zich op het tegenovergestelde standpunt stellen. Volgens de Portugese regering staat in het kader van een dergelijke verkoop het recht van de schuldeiser op een doeltreffende voorziening in rechte binnen een redelijke termijn in de weg aan een verplichting tot publicatie van een prospectus, die een onaanvaardbare vertraging met zich zou brengen.

Beoordeling

31. Er is niet gesteld dat de in het hoofdgeding aan de orde zijnde aandelen geen effecten in de zin van de prospectusrichtlijn zouden zijn [10], en er lijkt wat dit betreft ook niet de minste reden voor twijfel.

32. Wel bestaat twijfel over de vraag of de bijzondere wijze waarop die aandelen zullen worden verkocht een aanbieding is waarvoor een prospectusplicht op grond van die richtlijn geldt.

33. Ongeacht de vraag of een dergelijke verkoop al dan niet een aanbieding in die zin is, kan de prospectusrichtlijn er echter niet op van toepassing zijn wanneer de totale tegenwaarde beneden de drempel van artikel 1, lid 2, sub h, blijft.

34. Ik meen er daarom goed aan te doen eerst te onderzoeken of de verkoop onder deze duidelijke en uitdrukkelijke uitsluiting van de werkingssfeer van de richtlijn valt alvorens na te gaan of er sprake is van een „aanbieding van effecten aan het publiek" waarvoor de prospectusplicht geldt, een begrip dat weliswaar ruim maar niet duidelijk omlijnd is gedefinieerd en waarop tal van uitzonderingen bestaan.

35. Ik zal de door de Hoge Raad gestelde vragen derhalve in die volgorde bespreken, te beginnen met de tweede vraag.

Tweede vraag

36. De Hoge Raad wenst met zijn tweede vraag in wezen te vernemen hoe „de totale tegenwaarde van de aanbieding" moet worden bepaald bij de beantwoording van de vraag of de prospectusrichtlijn in het licht van de in artikel 1, lid 2, sub h, vastgelegde drempel, van toepassing is op een bepaalde verkoop van aandelen. Vóór ik op deze vraag inga, lijkt het mij evenwel nuttig om eerst het niveau van de toepasselijke drempel zelf te bezien, vooral met betrekking tot de omstandigheden van de in het hoofdgeding aan de orde zijnde verkoop.

37. Toen de Rechtbank Breda op 27 december 2010 de in de onderhavige procedure in geding zijnde beschikking gaf, voorzag zowel de prospectusrichtlijn als de Nederlandse wettelijke regeling in een drempel van 2 500 000 EUR. Vier dagen later trad richtlijn 2010/73 in werking, waarbij de drempel in de prospectusrichtlijn werd verhoogd tot 5 000 000 EUR, een wijziging die door de lidstaten uiterlijk op 1 juli 2012 moest zijn doorgevoerd. [11] Hoewel de meeste bij richtlijn 2010/73 ingevoerde wijzigingen in de Nederlandse wetgeving [12] zijn overgenomen is dat met de drempelverhoging niet het geval. Er is dus sprake van een verschil tussen de prospectusrichtlijn en de Nederlandse wettelijke regeling, dat er mogelijk nog steeds zal zijn wanneer de in het hoofdgeding aan de orde zijnde verkoop uiteindelijk plaatsvindt.

38. Zowel de Nederlandse regering als de Commissie heeft op dat verschil gewezen, maar geen van beide heeft er gevolgen aan verbonden. Hoewel het niet geheel duidelijk wordt uit haar schriftelijke opmerkingen, lijkt de Commissie van opvatting te zijn dat een lidstaat eisen van nationaal recht mag stellen die gelijkwaardig zijn aan die van de prospectusrichtlijn wanneer een aanbieding beneden de huidige drempel van 5 000 000 EUR van artikel 1, lid 2, sub h, ligt, maar geen prospectusplicht mag voorschrijven voor een aanbieding die beneden de drempel van 100 000 EUR van artikel 3, lid 2, sub e, blijft.

10 — Zie punt 10 hiervoor, eerste streepje.

11 — Zie punt 9 en voetnoot 5 hiervoor.

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.

39. Wanneer dit inderdaad de opvatting is van de Commissie, heeft zij het mijns inziens bij het verkeerde eind. De prospectusrichtlijn is een harmonisatiemaatregel waarvan een van de hoofddoelstellingen de invoering van het „ene paspoort" is dat uitgevende instellingen in staat moet stellen kapitaal aan te trekken in alle lidstaten. Die doelstelling zou volledig op de tocht komen te staan wanneer de drempel voor de toepassing van de in de prospectusrichtlijn gestelde eisen – waarvan de centrale eis waarop alle andere eisen zijn gebaseerd, de prospectusplicht is – per lidstaat zou verschillen.

40. Mij verbaast eerlijk gezegd de vermelding van de drempel van 100 000 EUR in artikel 3, lid 2, sub e, van de prospectusrichtlijn. Wanneer de „totale tegenwaarde in de Europese Unie [...] minder dan 100 000 EUR [bedraagt], [...] berekend over een periode van twaalf maanden", hoeft niet nog eens expliciet te worden aangegeven dat „de prospectusplicht [...] niet [geldt]", aangezien die situaties reeds van de toepassing van de richtlijn als geheel zijn uitgesloten door de veel hogere drempel van artikel 1, lid 2, sub h. Bovendien lijkt het een anomalie dat een bepaling in een richtlijn regels stelt met betrekking tot een categorie transacties die daarvoor reeds uitdrukkelijk van de werkingssfeer ervan is uitgesloten.

41. Indien het de bedoeling van de wetgever was geweest de lidstaten te verplichten een prospectusplicht op te leggen wanneer de totale tegenwaarde hoger is dan 2 500 000 EUR (of, nadien, 5 000 000 EUR), hun die mogelijkheid te ontzeggen wanneer de tegenwaarde lager is dan 100 000 EUR en hun de keuze te laten die plicht al dan niet op te leggen wanneer de tegenwaarde tussen deze twee bedragen ligt, had hij die bedoeling mijns inziens veel duidelijker moeten maken. Ik kan althans noch in de tekst van de considerans noch in het dispositief iets ontdekken waaruit die bedoeling kan worden opgemaakt.

42. Ik ben dan ook van mening dat een uitgevende instelling of aanbieder zich op de herziene prospectusrichtlijn kan beroepen wanneer de Nederlandse autoriteiten de prospectusplicht zouden voorschrijven voor een aanbieding op of na 1 juli 2012 met een totale tegenwaarde tussen 2 500 000 en 5 000 000 EUR, en dat de nationale rechter gehouden is elke nationale bepaling buiten toepassing te laten die een dergelijke publicatie voorschrijft.

43. Ik heb oog voor de moeilijkheid die zich met betrekking tot de bepaling van de totale tegenwaarde in dit verband in veel omstandigheden kan voordoen. Elke veilingverkoop is onzeker, en al hebben aandelen wellicht een objectieve (en ten minste bij benadering bepaalbare) economische waarde, er is geen garantie dat zij ook tegen die prijs worden verkocht.

44. In de omstandigheden van het hoofdgeding lijkt die moeilijkheid zich evenwel niet voor te doen. De Rechtbank Breda heeft duidelijk aangegeven dat slechts dat aantal aandelen dient te worden geëxecuteerd dat nodig is om de voldoening van het bedrag van 500 000 EUR, verhoogd met alle proceskosten te bewerkstelligen. Aangezien de proceskosten in beginsel met een redelijke mate van nauwkeurigheid bepaalbaar zijn, zal het totale bedrag dat de verkoop moet opbrengen binnen een geringe bandbreedte bekend kunnen zijn voordat de bieding plaatsvindt. Dat bedrag moet mijns inziens als de „totale tegenwaarde" voor de toepassing van de drempel van artikel 1, lid 2, sub h, van de prospectusrichtlijn worden beschouwd.

45. De prospectusrichtlijn met de daarin voorziene prospectusplicht zou dus slechts toepassing kunnen vinden wanneer die totale tegenwaarde meer dan 5 000 000 EUR bedraagt.

46. Het lijkt hoogst onwaarschijnlijk dat de proceskosten verbonden aan een beslag en executoriale verkoop van aandelen die de hoofdsom van 500 000 EUR moet opbrengen ook maar in de buurt van 4 500 000 EUR komen. Zou dat wel het geval zijn, dan zou dat een uiterst zorgwekkende zaak zijn voor de rechtsbedeling in Nederland.

47. Hiervan uitgaande lijkt de in het hoofdgeding aan de orde zijnde verkoop uitdrukkelijk uitgesloten van de werkingssfeer van de prospectusrichtlijn, zodat geen prospectusplicht kan worden opgelegd. De bevoegde nationale rechter behoeft zich derhalve in het geheel niet uit te spreken over de – in dat geval zuiver hypothetische – vraag of een vergelijkbare verkoop voor een hoger bedrag prospectusplichtig is.

48. Hierbij moet echter in het oog worden gehouden dat de waarde van de drempel van artikel 1, lid 2, sub h, van de prospectusrichtlijn moet worden berekend over een periode van twaalf maanden. Aangezien het betrokken bedrag in de beschikking van de Rechtbank Breda slechts een voorschot is op de betaling van de schuld van Almer en Daedalus aan Van den Dungen en Oosterhout, en aangezien de Hoge Raad het totale bedrag van die schuld niet vermeldt in zijn verzoek om een prejudiciële beslissing, is het niet geheel uitgesloten dat meer verkopen worden gelast, waardoor de totale tegenwaarde over een periode van twaalf maanden boven de drempel van 5 000 000 EUR kan uitkomen. In die omstandigheden zou de in de vorige alinea bedoelde vraag – de eerste vraag van de Hoge Raad – geen hypothetische vraag meer zijn.

49. Ik kom daarom nu tot de vraag of een executoriale verkoop als die welke in het hoofdgeding aan de orde is, moet worden beschouwd als een aanbieding van effecten aan het publiek waarvoor op grond van artikel 3, lid 1, van de prospectusrichtlijn de prospectusplicht geldt.

Eerste vraag

50. Om te beginnen lijkt het duidelijk dat een executoriale verkoop, via een advertentie in twee landelijke dagbladen, onder de definitie valt van een „aanbieding van effecten aan het publiek” als „een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling” van artikel 2, lid 1, sub d, van de prospectusrichtlijn.

51. Ik merk hierbij op dat het resterende gedeelte van de definitie in die bepaling („waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten”) minst genomen een cirkelredenering is. Wanneer de aanbieding die „voldoende informatie” reeds verstrekt, lijkt de bijkomende publicatie van een prospectus – dat voor de verstrekking van die informatie is bedoeld [13] – niet nodig, en het is vrijwel ondenkbaar dat een aanbieding aan de prospectusplicht kan ontsnappen op grond van het feit dat zij niet voldoende informatie bevat om een belegger in staat te stellen een besluit te nemen. Ik zal dat gedeelte van de definitie daarom aldus behandelen dat het inhoudt dat de aanbieding de betrokken effecten moet identificeren en de nodige informatie moet verstrekken om een belegger in staat te stellen die effecten aan te kopen wanneer hij dat wenst, maar niet dat zij alle informatie moet bevatten die nodig is om hem in staat te stellen een geïnformeerd besluit te nemen.

52. In dat licht gezien moet een advertentie in twee landelijke dagbladen waarin de executoriale verkoop wordt bekendgemaakt, zoals gelast door de Rechtbank Breda, ook aan het tweede deel van de definitie voldoen. Naar de letter kan de advertentie echter, aangezien zij waarschijnlijk niet alle informatie zal bevatten die een belegger in staat stelt tot een geïnformeerd besluit te komen, bepaald ook buiten dat deel van de definitie vallen, en dus buiten de definitie als geheel.

13 — Zie punt 13 hiervoor.

53. Ik zal er niettemin op basis van mijn lezing van artikel 2, lid 1, sub d, van de prospectusrichtlijn van uitgaan dat de betrokken verkoop onder de ruime definitie van die bepaling valt. Hij is derhalve in beginsel onderworpen aan de prospectusplicht van artikel 3, lid 1.[14]

54. Zowel de definitie als de verplichting kent echter een groot aantal uitzonderingen (in het kader van de huidige procedure is het onderscheiden van de uitsluiting van de werkingssfeer van de prospectusrichtlijn als geheel en de uitsluiting van de prospectusplicht, de centrale bepaling van de richtlijn en de bepaling waarvan de meeste andere bepalingen afhangen, niet opportuun, aangezien het hier juist gaat om de toepasselijkheid van die verplichting).

55. Zoals ik reeds zei, lijkt de uitsluiting van de werkingssfeer van de richtlijn in artikel 1, lid 2, sub h, voor de hier aan de orde zijnde verkoop te kunnen gelden. De overige negen uitsluitingen van artikel 1, lid 2, hebben betrekking op bijzondere categorieën effecten, en niets wijst erop dat de in casu te verkopen aandelen in een van die categorieën vallen.

56. Artikel 3, lid 2, somt vijf uitzonderingen op de prospectusplicht op. Het hiervoor door mij besproken artikel 3, lid 2, sub e, lijkt hoe dan ook niet van toepassing op de aan de orde zijnde verkoop, waarvan de tegenwaarde naar verwachting de drempel van 100 000 EUR overstijgt. Er is niet gesteld dat de vier overige (uitsluitend tot gekwalificeerde – dit wil in wezen zeggen, professionele – beleggers gerichte aanbiedingen, aanbiedingen aan minder dan 150 personen per lidstaat en aanbiedingen met een waarde per eenheid of aankoop van meer dan 100 000 EUR) relevant zouden zijn in het hoofdgeding.

57. Artikel 4, leden 1 en 2, somt vervolgens nog 13 categorieën aanbiedingen op, die zeer globaal kunnen worden aangemerkt als aanbiedingen van effecten ter vervanging van, in ruil voor of in aanvulling op effecten die reeds zijn uitgegeven of verhandeld. Ook voor die aanbiedingen geldt geen prospectusplicht, en het heeft er wederom de schijn van dat de aanbieding in het hoofdgeding niet in een van de opgesomde categorieën valt.

58. Op het eerste gezicht lijkt het er dus op dat een executoriale verkoop van effecten als die welke in het hoofdgeding aan de orde is, voor zover hij niet op grond van zijn aard (versus zijn waarde) binnen een van de expliciet uitgezonderde categorieën valt, in de ruime restcategorie moet vallen van „een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling” die potentiële beleggers voldoende informatie verstrekt om hen in staat te stellen de aangeboden effecten te identificeren en aan te kopen wanneer zij dat wensen.

59. Mijns inziens blijkt echter uit de beoogde doelstellingen van de prospectusrichtlijn, uit de bewoordingen, de structuur en de algehele systematiek ervan en vooral uit de samenstelling van de lange lijst uitdrukkelijke uitzonderingen op de werkingssfeer van de richtlijn of op de prospectusplicht, de bedoeling alle soorten situaties waarin effecten *doorgaans* worden uitgegeven of verhandeld, met name – zo niet uitsluitend – op gereglementeerde markten, eronder te laten vallen.

60. Ook is het mogelijk – wat de Commissie ter terechtzitting met enige schroom lijkt te hebben beaamd toen zij toegaf dat het jammer was dat de prospectusrichtlijn zich niet uitlaat over executoriale verkopen van effecten – dat de wetgever het eenvoudigweg niet nodig heeft geoordeeld aandacht te besteden aan executoriale verkopen. Ik heb in de totstandkomingsgeschiedenis van de richtlijn niets gezien over dergelijke verkopen, en er zijn geen vindplaatsen desbetreffend ter kennis van het Hof gebracht. Dat kan erop duiden dat er stilzwijgend van is uitgegaan dat dergelijke verkopen niet binnen de werkingssfeer van de prospectusrichtlijn vallen, wanneer de uiterst specifieke kenmerken ervan niet het vermelden waard werden geacht.

14 — Ik voeg hier voor de goede orde aan toe dat, hoewel de prospectusrichtlijn primair bedoeld mag lijken voor initiële verkopen van effecten, met name op een gereglementeerde markt, uit de tweede alinea van artikel 3, lid 2, blijkt dat zij ook van toepassing is op verdere doorverkopen in bepaalde omstandigheden (zie punt 11 hiervoor).

61. Het is bovendien duidelijk dat executoriale verkopen van effecten zoals die in het hoofdgeding ver afstaan van de normale situatie van uitgifte of verhandeling van effecten, op een gereglementeerde markt dan wel in sommige andere omstandigheden. Zij hebben in het geheel niets van doen met de uitgifte van effecten en vertonen slechts een zeer oppervlakkige gelijkenis met de verhandeling van effecten. De effecten worden niet door de uitgevende instelling of de houder verkocht, maar zijn in beslag genomen en worden doorverkocht op verzoek van een derde partij en op last van de nationale rechter, uitsluitend om een schuld te voldoen. Dergelijke verkopen vallen kortom niet binnen de sfeer die de prospectusrichtlijn heeft willen regelen, maar binnen die van de burgerlijke rechtspleging en de gedwongen tenuitvoerlegging van schuldvorderingen – en niets wijst erop dat de richtlijn in enig opzicht in die sfeer beoogt te treden.

62. Bij een executoriale verkoop doet het er voor de schuldeiser weinig toe wat wordt verkocht om zijn vordering te voldoen – het kan gaan om effecten, bedrijfsvoorraad, een fabriek en machines, land en gebouwen, voertuigen of ongeacht welk ander onderdeel van het actief. In sommige gevallen zullen echter uitsluitend effecten beschikbaar zijn. Wanneer dat het geval is, kan de prospectusrichtlijn mijns inziens niet aldus worden uitgelegd dat zij ertoe strekt de schuldeiser (of de voor de verkoop verantwoordelijke deurwaarder) een verplichting – en mogelijk een zeer zware verplichting – op te leggen die niet aan de orde zou zijn wanneer andere activa beschikbaar waren.

63. Met andere woorden, het is noch expliciet noch impliciet de normatieve bedoeling van de prospectusrichtlijn gevolgen in het leven te roepen voor de verschillende wijzen waarop lidstaten schuldvorderingen via de civiele rechter ten uitvoer leggen wanneer daarin slechts kan worden voorzien door een executoriale verkoop van effecten.

64. Bovendien moet niet worden vergeten dat – in casu mogelijk meer dan in alle andere omstandigheden – voor een potentiële bieder bij een executoriale verkoop van activa, materiële dan wel immateriële en van welke aard dan ook, het principe „caveat emptor” voorop zal staan. Bij deze verkopen moet de koper altijd het risico accepteren dat zijn aankoop misschien niet precies blijkt te zijn wat hij op het eerste gezicht lijkt. Hij kan en zal niet dezelfde volledige informatie en garantie verwachten als waarop hij recht zou hebben wanneer hij goederen koopt van een fabrikant of effecten van een uitgevende instelling of een aanbieder in het normale handelsverkeer. Dat is nu juist de reden waarom bij de Hoge Raad twijfel is gerezen over de methode voor de bepaling van de totale tegenwaarde van een aanbieding wanneer de verkoopopbrengst als gevolg van de natuurlijke reserve van bieders gemakkelijk aanzienlijk lager kan uitvallen dan de werkelijke waarde van de effecten.

65. Hieraan kan een aantal – zij het wellicht bijkomstige – aspecten worden toegevoegd, die in verschillende fasen van de procedure voor het Hof naar voren zijn gebracht met betrekking tot de praktische moeilijkheden die aan de publicatie van een prospectus zijn verbonden in het geval van een executoriale verkoop van effecten.

66. Natuurlijk is het mogelijk dat een geldig prospectus beschikbaar is wanneer effecten op deze wijze worden verkocht.[15] Wanneer dat het geval was geweest in het hoofdgeding, zou het onderhavige prejudiciële verzoek vermoedelijk niet zijn ingediend.

67. Ook is het mogelijk (en wellicht is dat in het hoofdgeding het geval) dat de houder van de effecten toegang heeft tot voldoende informatie om een prospectus op te stellen of zijn medewerking te verlenen aan de opstelling ervan. Maar zelfs in een dergelijk geval is het verkrijgen, ordenen en op schrift stellen van de nodige informatie[16] een hele opgave, die de tenuitvoerlegging van de schuldvordering kan bemoeilijken en vertragen.[17]

15 — Zie punt 15 hiervoor.

16 — Zie de punten 13 en 19 hiervoor.

17 — Zie ook punt 16 hiervoor.

68. Het is echter waarschijnlijker dat er ter zake geen geldig prospectus beschikbaar is en/of de te verkopen effecten zijn uitgegeven door een instelling waarmee de houder geen andere zakelijke contacten heeft en die geen belang heeft bij het publiceren van een prospectus uitsluitend voor een executoriale verkoop waar zij geheel buiten staat. De uitgevende instelling is mogelijk zelfs niet in Europa gevestigd; het is goed denkbaar dat een executoriale verkoop effecten betreft die zijn uitgegeven door een uitsluitend in Afrika, Azië, Australië of Noord- of Zuid-Amerika aanwezige vennootschap, waaraan door het recht van de Europese Unie of van de lidstaat waarin de executoriale verkoop is gelast geen verantwoordelijkheid kan worden opgelegd. Wie is dan volgens artikel 6, lid 1, van de prospectusrichtlijn verantwoordelijkheid?[18] De enige mogelijkheid is de aanbieder – dus vermoedelijk de deurwaarder die de verkoop verricht, aangezien de effecten waarschijnlijk reeds bij de schuldenaar in beslag genomen zijn.

69. Het verkrijgen van de gedetailleerde informatie die nodig is om een prospectus op te stellen kan bijgevolg een welhaast onoverkomelijk probleem vormen en derhalve de juiste uitoefening van civielrechtelijke rechtsmiddelen naar nationaal recht belemmeren.

70. Dit bevestigt mij in mijn opvatting dat executoriale verkopen van effecten, zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde zijn, niet binnen de werkingssfeer van de prospectusrichtlijn vallen.

Conclusie

71. Gelet op het bovenstaande geef ik het Hof in overweging de vragen van de Hoge Raad der Nederlanden als volgt te beantwoorden:

„1) 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, is niet van toepassing op een situatie waarin effecten executoriaal moeten worden verkocht teneinde een bedrag te genereren waarvan vooraf bekend is dat het beneden de drempel van 5 000 000 EUR van artikel 1, lid 2, sub h, van die richtlijn, zoals gewijzigd, blijft.

2) Richtlijn 2003/71 is niet van toepassing op de executoriale verkoop van effecten die op last van de rechter bij de houder ervan in beslag worden genomen en worden verkocht ter voldoening van een schuld.”

18 — Zie de punten 14 en 17 hiervoor.