Raccolta della giurisprudenza

CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE
ELEANOR SHARPSTON
presentate il 19 giugno 2014[1]

Causa C-441/12

Almer Beheer BV
e
Daedalus Holding BV
contro
Van den Dungen Vastgoed BV
e
Oosterhout II BVBA

[domanda di pronuncia pregiudiziale, proposta dallo Hoge Raad der Nederlanden (Paesi Bassi)]

«Diritto delle società — Direttiva 2003/71/CE — Obbligo di pubblicare un prospetto per l'offerta pubblica di strumenti finanziari — Ambito di applicazione — Vendita forzata e cessione di strumenti finanziari — Corrispettivo totale dell'offerta»

1. Conformemente alla direttiva sui prospetti[2], gli Stati membri non possono consentire che offerte di strumenti finanziari siano rivolte al pubblico nel loro territorio senza la previa pubblicazione di un prospetto.

2. Come dichiarato nel preambolo, lo scopo di tale direttiva è sostanzialmente di due tipi: garantire l'efficacia di un mercato unico degli strumenti finanziari e tutelare gli investitori.

3. La nozione di offerta al pubblico di strumenti finanziari è definita in modo ampio, ma vi sono talune eccezioni relative allo stesso ambito di applicazione della direttiva sui prospetti e alla portata dell'obbligo di pubblicare un prospetto. Inter alia, le eccezioni trovano applicazione quando il corrispettivo totale dell'offerta è inferiore ad una determinata soglia.

4. Il procedimento principale riguarda una situazione nella quale, schematicamente (i fatti in dettaglio sono più complessi), la società A, debitrice della società B, possiede delle quote della società C. Tali quote sono state sequestrate su istanza della società B ed è stata disposta in sede giurisdizionale la loro vendita all'asta, ad opera di un ufficiale giudiziario, al fine di soddisfare parte del debito. Nell'ordinanza, l'importo da recuperare è limitato ad un importo determinato, oltre all'importo necessario per coprire le spese processuali, del sequestro e della vendita.

1 — Lingua originale: l'inglese.

2 — Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU L 345, pag. 64), come modificata.

5. In tali circostanze, lo Hoge Raad der Nederlanden (Tribunale Supremo dei Paesi Bassi, in prosieguo: lo «Hoge Raad») intende sapere, in primo luogo, se la definizione di un'offerta al pubblico di strumenti finanziari nella direttiva sui prospetti sia sufficientemente ampia da ricomprendere una vendita forzata del tipo in questione e, in secondo luogo, come debba essere determinato il corrispettivo totale dell'offerta.

6. Per le ragioni che esporrò, ritengo preferibile esaminare prima la seconda questione per giungere alla conclusione che (con ogni probabilità) la vendita su cui verte il procedimento principale è in ogni caso espressamente esclusa dall'ambito della direttiva sui prospetti in ragione del suo valore limitato, cosicché non risulta necessario rispondere alla prima questione. Tuttavia, anche se la situazione non fosse in questi termini, ritengo che le circostanze di una siffatta vendita siano tali che in relazione ad essa non dovrebbe essere considerata necessaria la pubblicazione di un prospetto ai sensi di detta direttiva.

Normativa

Il diritto dell'Unione europea

7. L'articolo 1 della direttiva sui prospetti è rubricato «Scopo e ambito d'applicazione».

8. Ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 1, lo scopo è «armonizzare i requisiti relativi alla redazione, all'approvazione e alla diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari o la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato che ha sede o opera in uno Stato membro». Gli scopi e gli obiettivi sottostanti sono illustrati nel preambolo e in sostanza consistono nel garantire, attraverso l'armonizzazione, da una parte un efficiente mercato unico degli strumenti finanziari, nel quale gli emittenti e gli offerenti di strumenti finanziari possano operare liberamente sotto la copertura di un «passaporto unico» (vale a dire, il prospetto imposto e disciplinato dalla direttiva) [3], e, dall'altra parte, un'adeguata tutela per gli investitori, in particolare attraverso la comunicazione di tutte le informazioni rilevanti [4].

9. L'articolo 1, paragrafo 2, relativo all'ambito di applicazione, elenca dieci situazioni alle quali la direttiva sui prospetti non si applica. In tutti i casi eccetto uno, tali situazioni sono definite facendo riferimento al tipo di strumento finanziario interessato. L'eccezione, l'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), definisce la situazione facendo riferimento al «corrispettivo totale dell'offerta», calcolato su un periodo di dodici mesi. Originariamente, la direttiva non trovava applicazione quando il corrispettivo totale era inferiore a EUR 2 500 000. Tale soglia è stata aumentata a EUR 5 000 000 dalla direttiva 2010/73/EU [5], che è entrata in vigore il 31 dicembre 2010 e doveva essere trasposta dagli Stati membri entro il 1º luglio 2012.

3 — V., in particolare, considerando 1, 4, 10, 14, 17 e 45.

4 — V., in particolare, considerando 10, 12, 16, da 18 a 21, 27, 29 e 34.

5 — Articolo 1, paragrafo 1, lettera a), punto i), della direttiva 2010/73 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, recante modifica [della direttiva 2003/71/CE e della direttiva] 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (GU L 327, pag. 1).

10. L'articolo 2, paragrafo 1, definisce taluni termini ai fini della direttiva sui prospetti. In particolare:

— «strumenti finanziari»: «categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziate nel mercato dei capitali, ad esempio (…) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario (…)» [articolo 2, paragrafo 1, lettera a), che (ora) fa riferimento all'articolo 4, paragrafo 1, punto 18, della direttiva 2004/39/CE del Consiglio [6]];

— «offerta al pubblico di strumenti finanziari»: «una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e degli strumenti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali strumenti finanziari. Questa definizione si applica anche al collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari» [articolo 2, paragrafo 1, lettera d)];

— «emittente»: «una persona giuridica che emetta o si proponga di emettere strumenti finanziari» [articolo 2, paragrafo 1, lettera h)], e

— «persona che effettua un'offerta» o «offerente»: «qualsiasi persona giuridica o fisica che offra al pubblico strumenti finanziari» [articolo 2, paragrafo 1, lettera i)].

11. L'obbligo di pubblicare un prospetto è stabilito dall'articolo 3 della direttiva sui prospetti, che dispone quanto segue:

«1. Gli Stati membri non consentono che offerte di strumenti finanziari siano rivolte al pubblico nel loro territorio senza la previa pubblicazione di un prospetto.

2. L'obbligo di pubblicare un prospetto non si applica ai seguenti tipi di offerta:

a) un'offerta di strumenti finanziari rivolta unicamente a investitori qualificati; e/o

b) un'offerta di strumenti finanziari rivolta a meno di 100 persone fisiche o giuridiche per Stato membro, diverse dagli investitori qualificati; e/o

c) un'offerta di strumenti finanziari rivolta a investitori che acquistano strumenti finanziari per un corrispettivo totale di almeno 50 000 EUR per investitore, per ogni offerta separata; e/o

d) un'offerta di strumenti finanziari il cui valore nominale unitario ammonti ad almeno 50 000 EUR; e/o

e) un'offerta di strumenti finanziari per un corrispettivo totale inferiore a 100 000 EUR, da calcolarsi su un periodo di dodici mesi.

Tuttavia, ogni successiva rivendita di valori mobiliari che sono stati precedentemente oggetto di uno o più tipi di offerta citati nel presente paragrafo è considerata come un'offerta separata e si applica la definizione di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), per determinare se detta rivendita costituisca un'offerta di strumenti finanziari al pubblico. Il collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari è soggetto alla pubblicazione di un prospetto se per il collocamento definitivo non è soddisfatta nessuna delle condizioni da a) a e).

6 — Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (GU L 145, pag. 1); il riferimento originario era all'articolo 1, paragrafo 5, della direttiva 93/22.

3. Gli Stati membri assicurano che l'ammissione di strumenti finanziari alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante nel loro territorio sia subordinata alla pubblicazione di un prospetto».

12. Ai sensi dell'articolo 4 della direttiva sui prospetti, le offerte al pubblico di 13 ulteriori categorie di strumenti finanziari sono esenti dall'obbligo di pubblicare un prospetto.

13. L'articolo 5 della direttiva sui prospetti dispone quanto segue:

«1. Fatto salvo l'articolo 8, paragrafo 2 [7], il prospetto contiene tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, sono necessarie affinché gli investitori possano valutare con cognizione di causa la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, come pure i diritti connessi agli strumenti finanziari stessi. Le informazioni sono presentate in una forma facilmente analizzabile e comprensibile.

2. Il prospetto contiene informazioni concernenti l'emittente e gli strumenti finanziari da offrire al pubblico o destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Esso contiene anche una nota di sintesi la quale, concisamente e in linguaggio non tecnico fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto. (…)».

14. Ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 1, della direttiva sui prospetti, «gli Stati membri dispongono che la responsabilità per le informazioni fornite in un prospetto sia attribuita almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi (…)». L'articolo 6, paragrafo 2, chiede agli Stati membri di provvedere «a che le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili per le informazioni fornite in un prospetto».

15. Ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 1, della direttiva sui prospetti, il prospetto rimane valido per dodici mesi a decorrere dalla sua pubblicazione ai fini dell'offerta al pubblico, purché venga completato con i supplementi eventualmente prescritti ai sensi dell'articolo 16[8].

16. L'articolo 13, paragrafo 1, della direttiva sui prospetti dispone quanto segue: «Il prospetto non può essere pubblicato finché non sia stato approvato dall'autorità competente dello Stato membro d'origine». Tale approvazione deve essere comunicata all'emittente o all'offerente entro 10 o 20 giorni dalla presentazione della bozza di prospetto o dalla data in cui sono stati forniti tutti i documenti necessari o le informazioni supplementari, qualunque sia successiva (articolo 13, paragrafi 2, 3 e 4).

17. L'articolo 25, paragrafo 1, della direttiva sui prospetti dispone che, fatto salvo il diritto degli Stati membri di prevedere sanzioni penali e fatto salvo il loro regime di responsabilità civile, gli Stati membri provvedono a che «possano essere adottate le opportune misure amministrative o possano essere comminate sanzioni amministrative alle persone che si rendono responsabili di una violazione delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva».

7 — L'articolo 8, paragrafo 2, della direttiva sui prospetti consente all'autorità competente dello Stato membro d'origine di autorizzare (in talune circostanze definite) l'omissione dal prospetto di informazioni che altrimenti sarebbero richieste.

8 — L'articolo 16 impone la menzione in un supplemento al prospetto di qualunque nuovo fatto significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che siano atti a influire sulla valutazione degli strumenti finanziari e che sopravvengano o siano rilevati tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico.

18. Il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione [9] (in prosieguo: il «regolamento di esecuzione») contiene norme più dettagliate.

19. Il secondo sottoparagrafo dell'articolo 22, paragrafo 1, del regolamento di esecuzione impone che un prospetto di base contenga le informazioni elencate in vari allegati a tale regolamento, in funzione del tipo di emittente e di strumento finanziario interessati. Tali informazioni comprendono una visione d'insieme della situazione dell'emittente, compresi, inter alia, la sua forma giuridica, i suoi investimenti, le sue principali attività, i suoi principali mercati, la sua struttura organizzativa, la sua situazione finanziaria, le sue risorse finanziarie, le sue previsioni degli utili e la sua direzione (v. allegato I al regolamento di esecuzione).

Diritto olandese

20. La direttiva sui prospetti è stata trasposta nel diritto olandese tramite la Wet op het financieel toezicht (legge sulla vigilanza finanziaria; in prosieguo: la «Wft»), il cui articolo 5, paragrafo 2, vieta di offrire in vendita al pubblico nei Paesi Bassi strumenti finanziari, salvo che sia generalmente disponibile un prospetto approvato da un ente di controllo di uno Stato membro.

21. Ai sensi dell'articolo 53, paragrafo 2, del Vrijstellingsregeling Wft (regime di esenzione del Wft) non vi è l'obbligo di pubblicare un prospetto qualora il corrispettivo totale dell'offerta, calcolato su un periodo di dodici mesi, sia inferiore a EUR 2 500 000. Tale soglia, stabilita quando la direttiva sui prospetti è stata inizialmente attuata, non è stata aumentata a EUR 5 000 000 successivamente all'entrata in vigore della direttiva 2010/73.

Fatti, procedimento, questioni pregiudiziali e motivi

22. Van den Dungen BV e Oosterhout II BVBA (in prosieguo: «Van den Dungen e Oosterhout») hanno stipulato un accordo con Almer Beheer BV e Daedalus Holding BV (in prosieguo: «Almer e Daedalus») ai sensi del quale, in particolare, doveva essere costituita la società Global Hail Group BV (in prosieguo: la «Global Hail»), le cui quote sarebbero state tutte detenute dalla Stichting Administratiekantoor Global Hail (in prosieguo: la «STAK») e i cui amministratori sarebbero stati tutti rappresentanti delle parti dell'accordo; Van den Dungen e Oosterhout avrebbero trasferito talune quote in altre società alla Global Hail, a fronte di un prezzo pagato da Almer e Daedalus.

23. Sono sorti numerose controversie e procedimenti giudiziari tra le parti. Il 30 ottobre 2009, Van den Dungen e Oosterhout hanno ottenuto un'ordinanza del Rechtbank Breda (Tribunale di Breda) nei confronti di Almer e Daedalus per il pagamento di EUR 500 000 quale anticipo sul prezzo delle quote trasferite alla Global Hail. Al fine di garantire il pagamento, Van den Dungen e Oosterhout hanno ottenuto che si procedesse al sequestro esecutivo dei certificati di quote emessi dalla STAK ad Almer e Daedalus.

9 — Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione, del 29 aprile 2004, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari (GU L 149, pag. 1). È stato adottato, in particolare, sulla base degli articoli 5, paragrafo 5, 7, 10, paragrafo 4, 11, paragrafo 3, 14, paragrafo 8, e 15, paragrafo 7, della direttiva sui prospetti.

24. Il 27 dicembre 2010, il Rechtbank Breda ha disposto che la vendita e la cessione dei suddetti certificati di quote avesse luogo entro sei mesi ad opera di un ufficiale giudiziario (*deurwaarder*) designato da Van den Dungen e Oosterhout. Ai sensi di tale ordinanza, la vendita doveva avere luogo mediante asta pubblica, con annuncio su due quotidiani nazionali; le quote dovevano essere trasferite al miglior offerente; tutte le quote dovevano essere offerte, ma solo fino a raggiungere l'importo di EUR 500 000, aumentato delle spese processuali, del sequestro e dell'esecuzione; non ha trovato applicazione l'obbligo di pubblicare un prospetto.

25. Almer e Daedalus hanno proposto appello dinanzi al Gerechtshof 's-Hertogenbosch (Corte d'appello regionale di 's-Hertogenbosch) che, il 5 aprile 2011, ha confermato la decisione del Rechtbank Breda. In particolare, ha ritenuto che non vi fosse alcun obbligo di pubblicare un prospetto poiché il valore delle quote da vendere difficilmente sarebbe stato superiore a EUR 2 500 000.

26. Almer e Daedalus hanno proposto appello dinanzi allo Hoge Raad, che, ritenendo che l'esito dell'impugnazione verta sull'interpretazione degli articoli 1, paragrafo 2, lettera h), e 3, paragrafo 1, della direttiva sui prospetti, ha fatto domanda di pronuncia pregiudiziale sulle seguenti questioni:

«1. Se l'articolo 3, paragrafo 1, della direttiva sui prospetti debba essere interpretato nel senso che l'obbligo di pubblicazione in essa previsto in linea di principio (fatte salve le esenzioni e le deroghe in essa previste per casi particolari) è applicabile anche alla vendita forzata di strumenti finanziari.

2. (a) In caso di risposta affermativa alla prima questione, se la nozione di "corrispettivo totale dell'offerta", ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), della direttiva sui prospetti, debba essere interpretata nel senso che, in caso di una vendita forzata di strumenti finanziari, occorre basarsi sul ricavato ragionevolmente previsto, tenendo conto del carattere particolare di una vendita forzata, anche se siffatto ricavato previsto è notevolmente inferiore al valore commerciale.

(b) In caso di risposta affermativa alla prima questione, ma di risposta negativa alla prima parte della seconda questione, come si debba interpretare la nozione di "corrispettivo totale dell'offerta", ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), della direttiva sui prospetti, segnatamente nel caso di una vendita forzata di strumenti finanziari».

27. Hanno presentato osservazioni scritte i governi ceco, tedesco, dei Paesi Bassi, polacco e portoghese, nonché la Commissione europea. All'udienza, i governi tedesco e portoghese e la Commissione hanno svolto le loro difese. Nessuna delle parti del procedimento principale ha presentato osservazioni sulle questioni sollevate.

28. Nelle loro osservazioni, il governo dei Paesi Bassi affronta solo la questione 2 e la Commissione ritiene che non sia necessaria una risposta alla questione 1 se viene prima data una risposta alla questione 2; entrambi sembrano ritenere che, nella fattispecie sui cui verte il procedimento principale, il corrispettivo totale dell'offerta rientri al di sotto della soglia di applicazione della direttiva sui prospetti.

29. Al contrario, i governi tedesco, polacco e portoghese affrontano solo la questione 1, mentre il governo ceco esamina principalmente tale questione, affrontando la questione 2 solo sommariamente.

30. Con riferimento alla questione 1, il governo ceco e la Commissione ritengono che una vendita forzata di quote del tipo in questione rientri nella nozione di offerta al pubblico di strumenti finanziari ai fini della direttiva sui prospetti, mentre i governi tedesco e polacco sono dell'opinione contraria; il governo portoghese ritiene che, nell'ambito di una siffatta vendita, il diritto del creditore ad una misura efficace in un tempo ragionevole osti all'imposizione di qualsiasi obbligo di pubblicare un prospetto, che comporterebbe un ritardo inaccettabile.

Valutazione

31. Nessuno ha sostenuto che le quote in questione nel procedimento principale non siano strumenti finanziari ai sensi della direttiva sui prospetti [10], né sembra esservi alcuna ragione per manifestare dubbi a tal proposito.

32. Vi sono invece dubbi sulla questione se il modo specifico in cui tali quote devono essere vendute costituisca un'offerta che impone la pubblicazione di un prospetto ai sensi della stessa direttiva.

33. Tuttavia, a prescindere dalla questione se una siffatta vendita costituisca o meno una tale offerta, la direttiva sui prospetti non può ad essa applicarsi se il corrispettivo totale è inferiore alla soglia stabilita dall'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), della stessa.

34. Pertanto ritengo preferibile esaminare in primo luogo se la vendita sia ricompresa in tale chiara ed espressa esclusione dall'ambito della direttiva prima di considerare se rientri nella nozione di offerta al pubblico di strumenti finanziari che impone la pubblicazione di un prospetto, situazione che è ampiamente, sebbene non precisamente, definita e soggetta ad un considerevole numero di eccezioni.

35. Pertanto, affronterò le questioni sollevate dallo Hoge Raad in tale ordine, cominciando con la questione 2.

Questione 2

36. Con la seconda questione, lo Hoge Raad in sostanza chiede come debba essere determinato il «corrispettivo totale dell'offerta» nel valutare se, alla luce della soglia stabilita dall'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), la direttiva sui prospetti trovi applicazione ad una particolare vendita di quote. Prima di affrontare la questione, tuttavia, ritengo utile esaminare il livello medesimo della soglia applicabile, facendo in particolare riferimento alle circostanze della vendita in oggetto nel procedimento principale.

37. Quando, il 27 dicembre 2010, il Rechbank Breda ha emesso l'ordinanza controversa nel suddetto procedimento, la soglia era fissata a EUR 2 500 000 sia nella direttiva sui prospetti che nella normativa olandese. Quattro giorni dopo è entrata in vigore la direttiva 2010/73, che ha aumentato la soglia della direttiva sui prospetti a EUR 5 000 000, modifica che doveva entrare in vigore negli Stati membri entro il 1º luglio 2012 [11]. Tuttavia, sebbene la maggior parte degli emendamenti introdotti dalla direttiva 2010/73 siano stati recepiti nel diritto olandese [12], sembra che ciò non sia avvenuto per l'aumento della soglia. Vi è pertanto una differenza tra la direttiva sui prospetti e la normativa olandese, che potrebbe ancora sussistere quando la vendita in questione nel procedimento principale avrà infine luogo.

38. Sia il governo dei Paesi Bassi che la Commissione hanno menzionato la differenza, ma nessuno dei due ne ha tratto conseguenze. L'opinione della Commissione, sebbene ciò non emerga in modo totalmente chiaro dalle sue osservazioni scritte, sembra essere quella che uno Stato membro può applicare le prescrizioni del diritto nazionale equivalenti a quelle della direttiva sui prospetti ove un'offerta sia inferiore all'attuale soglia di EUR 5 000 000 di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), ma non può imporre la pubblicazione di un prospetto ove l'offerta sia inferiore alla soglia di EUR 100 000 di cui all'articolo 3, paragrafo 2, lettera e).

10 — V. paragrafo 10 delle presenti conclusioni, primo trattino.

11 — V. paragrafo 9 e nota 5 delle presenti conclusioni.

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 (Legge olandese del 10 maggio 2012 che modifica la legge sul controllo finanziario e la legge sul controllo dell'informativa finanziaria nell'ambito della direttiva sui prospetti, come modificata).

39. Se questa è davvero l'opinione della Commissione, ritengo sia errata. La direttiva sui prospetti è una misura di armonizzazione e uno dei suoi scopi principali è quello di fornire un «passaporto unico» che consenta agli emittenti di recuperare capitale in tutti gli Stati membri. Tale scopo sarebbe privato di pratica efficacia se la soglia per l'applicazione delle prescrizioni della direttiva sui prospetti – dei quali quello fondamentale, sul quale tutti gli altri sono fondati, è l'obbligo di pubblicare un prospetto – variasse a seconda degli Stati membri.

40. Quanto alla soglia di EUR 100 000 di cui all'articolo 3, paragrafo 2, lettera e), della direttiva sui prospetti, confesso che la sua esistenza mi lascia perplessa. Qualora il «corrispettivo totale nell'Unione, calcolato su un periodo di dodici mesi, [sia] inferiore a 100 000 EUR», non è necessario specificare che «l'obbligo di pubblicare il prospetto non si applica» poiché tali situazioni sono già escluse dall'applicazione della direttiva nel suo complesso in forza della soglia molto più alta di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettera h). Inoltre, sembra anomalo che una disposizione di una direttiva disciplini una categoria di operazioni che in precedenza è stata espressamente esclusa dal suo ambito.

41. Se l'intenzione del legislatore fosse stata quella di richiedere che gli Stati membri imponessero un obbligo di pubblicare un prospetto ove il corrispettivo totale eccedesse EUR 2 500 000 (o, successivamente, EUR 5 000 000), di vietare loro di imporre tale obbligo ove il corrispettivo fosse inferiore a EUR 100 000 e di consentire loro l'opzione di imporlo o meno ove il corrispettivo ricadesse tra i due suddetti importi, ritengo che tale intenzione avrebbe dovuto essere esplicitata più chiaramente. Considerata la situazione, non ravviso alcun elemento nel linguaggio del preambolo o della parte normativa da cui si possa desumere una siffatta intenzione.

42. Di conseguenza, ritengo che un emittente o un offerente potrebbero invocare la direttiva sui prospetti come modificata se le autorità olandesi dovessero imporre la pubblicazione di un prospetto ove il corrispettivo totale di un'offerta del 1º luglio 2012 o successiva oscillasse tra EUR 2 500 000 e EUR 5 000 000 e che i giudici nazionali sarebbero tenuti a disapplicare qualsiasi norma interna diretta a imporre tale pubblicazione.

43. Per quanto riguarda il metodo di determinazione del corrispettivo totale a tal fine, capisco la difficoltà che può sorgere in molte circostanze. Ogni vendita all'asta è incerta e, sebbene le quote possano avere un valore economico oggettivo (e almeno approssimativamente determinabile), non si può garantire che saranno vendute a tale prezzo.

44. Nelle circostanze del procedimento principale, tuttavia, tale difficoltà non sembra porsi. Il Rechtbank Breda è stato attento a specificare che dovevano essere vendute solo le quote necessarie per coprire il pagamento richiesto di EUR 500 000 e tutte le spese processuali. Essendo le spese processuali, in via di principio, determinabili con un livello ragionevole di precisione, dovrebbe essere possibile conoscere l'importo approssimativo totale da recuperare con la vendita prima che l'offerta abbia luogo. A mio avviso, tale importo deve essere considerato come il «corrispettivo totale» ai fini dell'applicazione della soglia di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), della direttiva sui prospetti.

45. Pertanto, solo se il corrispettivo totale dovesse eccedere EUR 5 000 000 potrebbe trovare applicazione la direttiva in parola e il suo obbligo di pubblicare un prospetto.

46. Sembra altamente improbabile che le spese processuali di un sequestro e di una vendita all'asta di quote finalizzati al recupero dell'importo capitale di EUR 500 000 possano ammontare ad un importo vicino a EUR 4 500 000. Se così fosse, sarebbe un problema molto grave per l'amministrazione della giustizia nei Paesi Bassi.

47. Sulla base di ciò, la vendita in questione nel procedimento principale sembrerebbe essere espressamente esclusa dall'ambito di applicazione della direttiva sui prospetti, con la conseguenza che non può essere imposto alcun obbligo di pubblicare un prospetto. Pertanto sarebbe del tutto superfluo per il giudice nazionale competente considerare la questione – in tal caso puramente ipotetica – se una vendita del genere per una somma maggiore imponga la pubblicazione di un prospetto.

48. Tuttavia, non si deve dimenticare che il valore soglia di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), della direttiva sui prospetti deve essere calcolato su un periodo di dodici mesi. Dal momento che si dichiara che l'importo interessato dall'ordinanza del Rechtbank Breda impugnata rappresenta un mero anticipo sul pagamento del debito di Almer e Daedalus nei confronti di Van den Dungen e Oosterhout, e dal momento che lo Hoge Raad non ha indicato l'importo totale di tale debito nella sua domanda di pronuncia pregiudiziale, rimane la possibilità che possano essere disposte ulteriori vendite che potrebbero portare il corrispettivo totale su un periodo di dodici mesi oltre la soglia di EUR 5 000 000. In tali circostanze, la questione di cui al paragrafo precedente – la prima questione dello Hoge Raad – non sarebbe più ipotetica.

49. Passo pertanto alla questione se una vendita forzata di quote, del tipo di cui trattasi nel procedimento principale, debba essere considerata come offerta al pubblico di strumenti finanziari in relazione alla quale l'articolo 3, paragrafo 1, della direttiva sui prospetti impone l'obbligo di pubblicare un prospetto.

Questione 1

50. In primo luogo, sembra chiaro che una vendita all'asta con annuncio su due quotidiani nazionali debba rientrare nella definizione di un'«offerta al pubblico di strumenti finanziari» quale «comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo» di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), della direttiva sui prospetti.

51. Rileverei qui che il resto della definizione di cui a tale disposizione («che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e degli strumenti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali strumenti finanziari») appare nel migliore dei casi di natura circolare. Se l'offerta dovesse già fornire tali «sufficienti informazioni», l'ulteriore pubblicazione di un prospetto – concepito per fornire tali informazioni [13] – non sarebbe necessaria; ed è difficile immaginare che un'offerta possa sfuggire all'obbligo di pubblicare un prospetto sulla base del fatto che non conteneva sufficienti informazioni da mettere un investitore in grado di decidere. Pertanto, considererò tale parte della definizione come se significasse che l'offerta deve individuare gli strumenti finanziari di cui trattasi e fornire informazioni tali da consentire a un investitore di acquistarli se decide di farlo, ma non che deve contenere tutte le informazioni necessarie per porlo in grado di prendere una decisione consapevole.

52. Alla luce di quanto sopra considerato, l'annuncio della vendita all'asta su due quotidiani nazionali, disposta dal Rechtbank Breda, deve anche soddisfare la seconda parte della definizione. Tuttavia, in base ad un'interpretazione letterale, dal momento che l'annuncio probabilmente non contiene tutte le informazioni che porrebbero un investitore nelle condizioni di prendere una decisione consapevole, può benissimo non rientrare in tale parte della definizione e pertanto nella definizione nel suo complesso.

13 — V. paragrafo 13 delle presenti conclusioni.

53. Partirò tuttavia dal presupposto, sulla base della mia interpretazione dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), della direttiva sui prospetti, che la vendita in questione rientri nella definizione ampia di tale disposizione. In via di principio, pertanto, dovrebbe essere soggetta all'obbligo di pubblicare un prospetto stabilito dall'articolo 3, paragrafo 1 [14].

54. Tuttavia, sia la definizione che l'obbligo presentano numerose eccezioni (nell'ambito del presente procedimento, non ha rilevanza distinguere tra l'esclusione dall'ambito della direttiva sui prospetti nel suo complesso e l'esclusione dall'obbligo di pubblicare un prospetto, che rappresenta la disposizione fondamentale della direttiva e quella dalla quale la maggior parte delle altre dipendono, dal momento che ciò che è in questione è l'applicabilità di tale obbligo).

55. Come ho detto, l'esclusione dall'ambito della direttiva di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), sembra applicarsi alla vendita in questione. Le nove esclusioni restanti riguardano tipi particolari di strumenti finanziari e non vi sono indicazioni che le quote da vendere nel procedimento principale rientrino in una di tali categorie.

56. L'articolo 3, paragrafo 2, elenca cinque eccezioni all'obbligo di pubblicare un prospetto. Sembra in ogni caso improbabile che l'articolo 3, paragrafo 2, lettera e), su cui mi sono soffermato supra, si applichi alla vendita in questione, il corrispettivo della quale si suppone che ecceda la soglia di EUR 100 000. Le quattro restanti (offerte rivolte unicamente a investitori qualificati – vale a dire, in sostanza, professionisti –, quelle rivolte a meno di 150 persone per Stato membro e quelle il cui valore unitario o il cui acquisto ecceda EUR 100 000) non sono state ritenute pertinenti nel procedimento principale.

57. L'articolo 4, paragrafi 1 e 2, elenca poi 13 ulteriori tipi di offerta, che possono essere classificati in senso molto lato come offerte di strumenti finanziari in sostituzione di o in scambio con, o in aggiunta a, strumenti finanziari che sono già stati emessi o negoziati. Ribadisco che tali offerte sono escluse dall'obbligo di pubblicare un prospetto e che sembra che l'offerta in questione nel procedimento principale non rientri in alcuna delle categorie elencate.

58. Prima facie, poi, sembrerebbe che, qualora una vendita forzata di strumenti finanziari del tipo in esame nel procedimento principale non rientri, per sua natura (diversamente dal suo valore) nell'ambito di nessuna delle categorie espressamente escluse, debba ricadere nell'ambito dell'ampia categoria residua di «una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo» che fornisce ai potenziali investitori sufficienti informazioni che consentono loro di individuare gli strumenti finanziari offerti e di acquistarli se decidono di farlo.

59. Tuttavia, mi sembra risulti chiaramente, dagli scopi e dagli obiettivi dichiarati della direttiva sui prospetti, dalla sua formulazione, struttura e sistema nel suo complesso e in particolare dai termini del lungo elenco di espresse esclusioni dal suo ambito o dall'obbligo di pubblicare un prospetto, che l'intenzione era quella di ricomprendere tutti i tipi di situazioni in cui gli strumenti finanziari sono *normalmente* emessi o negoziati, in particolare – se non esclusivamente – su mercati regolamentati.

60. Sembra probabile anche – è ciò sembrava essere riconosciuto con discrezione dalla Commissione all'udienza, quando essa ha riconosciuto che fosse deplorevole il fatto che la direttiva sui prospetti non facesse alcuna menzione della vendita forzata di strumenti finanziari – che il legislatore semplicemente non abbia considerato necessario occuparsi delle vendite forzate. Non ho trovato menzione alcuna di

14 — Aggiungerei, per il buon ordine delle cose, che, sebbene la direttiva sui prospetti sembri concepita principalmente per applicarsi a vendite iniziali di strumenti finanziari, in particolare su un mercato regolamentato, risulta chiaro dal secondo sottoparagrafo dell'articolo 3, paragrafo 2, che in determinate circostanze è applicabile anche a rivendite successive (v. paragrafo 11 delle presenti conclusioni).

siffatte vendite nella genesi della direttiva, e nessuna indicazione del genere è stata comunicata alla Corte. Ciò potrebbe suggerire che si assumeva tacitamente che tali vendite non rientrassero nell'ambito della direttiva sui prospetti, se le loro caratteristiche molto specifiche non sono state ritenute degne di alcuna espressa menzione.

61. È inoltre chiaro che le vendite forzate di strumenti finanziari quale quella in oggetto nel procedimento principale in effetti si differenziano considerevolmente da qualsiasi normale situazione di emissione o di negoziazione di strumenti finanziari, che ciò avvenga su un mercato regolamentato o in altre circostanze. Non hanno niente a che fare con l'emissione di strumenti finanziari e hanno solo una minima somiglianza con la negoziazione di strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari non vengono alienati dall'emittente o dal titolare ma, una volta sottoposti a sequestro, sono venduti su istanza di un terzo e su ordinanza di un'autorità giudiziaria dello Stato, esclusivamente al fine di rimborsare un debito. In breve, tali vendite non appartengono alla sfera che la direttiva sui prospetti era intesa disciplinare, bensì alla sfera della giustizia civile e della riscossione forzata, e non vi sono indicazioni di nessun tipo che la direttiva fosse intesa avere una qualsivoglia influenza su tale ambito.

62. In una vendita forzata, poco rileva per il creditore cosa sia venduto per soddisfare il suo credito: può trattarsi di strumenti finanziari, o della dotazione di un'impresa, dello stabilimento e dei macchinari, del terreno e degli immobili, dei veicoli o di qualsiasi altro bene. Tuttavia, in taluni casi, possono essere disponibili solo strumenti finanziari. Ove ciò accada, non penso che la direttiva sui prospetti possa essere interpretata nel senso che intendesse imporre un obbligo – e probabilmente un obbligo piuttosto oneroso – al creditore (o all'ufficiale giudiziario che effettua la vendita) che non sarebbe stato presente se altri beni fossero stati disponibili.

63. In altre parole, non rientra nell'intenzione espressa o implicita del legislatore della direttiva sui prospetti il fatto che vi debbano essere ripercussioni sui vari mezzi di riscossione dei debiti applicati negli Stati membri attraverso i giudici civili quando ciò può essere ottenuto solo attraverso una vendita forzata di strumenti finanziari.

64. Si deve inoltre ricordare che – probabilmente più qui che in altre circostanze – un potenziale offerente in una vendita forzata di beni, siano essi materiali o immateriali e quale che sia la loro natura, deve tener presente la massima «caveat emptor». In tali vendite, l'acquirente deve sempre accollarsi il rischio che il suo acquisto possa rivelarsi diverso da quello che sembrava prima facie. Egli non può aspettarsi, e non si aspetta, lo stesso tipo di informazioni e garanzie complete alle quali avrebbe diritto se acquistasse beni da un produttore o strumenti finanziari da un emittente o da un offerente nei normali scambi commerciali. Questo è, infatti, il motivo che ha spinto lo Hoge Raad ad interrogarsi sul metodo di determinazione del corrispettivo totale di un'offerta, quando la naturale cautela degli offerenti può significare che il prezzo ottenuto sia considerevolmente inferiore al valore effettivo degli strumenti finanziari.

65. A tali considerazioni si possono aggiungere, sebbene di secondaria importanza, questioni sollevate in varie fasi del procedimento dinanzi alla Corte, relative alle difficoltà pratiche di pubblicare un prospetto in caso di vendita forzata di strumenti finanziari.

66. È certamente possibile che, quando gli strumenti finanziari vengono venduti in tal modo, sia disponibile un valido prospetto [15]. Se ciò fosse avvenuto nella fattispecie di cui al procedimento principale, si potrebbe presumere che la presente domanda di pronuncia pregiudiziale non sarebbe stata presentata.

15 — V. paragrafo 15 delle presenti conclusioni.

67. Potrebbe anche succedere (e potrebbe essere il caso del procedimento principale) che il titolare degli strumenti finanziari abbia accesso a sufficienti informazioni da essere in grado di elaborare un prospetto o fornire assistenza nella sua elaborazione. Tuttavia, anche in un siffatto caso, ottenere, organizzare e formulare le informazioni necessarie [16] è un compito oneroso che probabilmente graverà e ritarderà il procedimento di riscossione forzata [17].

68. Tuttavia, è forse più probabile che non sia disponibile alcun prospetto attualmente valido e/o che gli strumenti finanziari da vendere siano emessi da un ente con cui il titolare non ha altri rapporti e che non ha alcun interesse a pubblicare un prospetto al solo fine di una vendita forzata con la quale non ha alcuna connessione. L'emittente potrebbe anche non avere sede in Europa; è piuttosto probabile che una vendita forzata riguardi strumenti finanziari emessi da una società presente solo in Africa, Asia, Australia o nelle Americhe, sulla quale non può essere imposto alcun obbligo da parte del diritto dell'Unione europea o dello Stato membro in cui viene disposta la vendita forzata. Su chi, allora dovrebbe ricadere l'obbligo ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 1, della direttiva sui prospetti [18]? L'unica possibilità è che gravi sull'offerente, presumibilmente l'ufficiale giudiziario che effettua la vendita, dal momento che probabilmente gli strumenti finanziari saranno già stati sequestrati al debitore.

69. Di conseguenza, ottenere le informazioni dettagliate necessarie per elaborare un prospetto può rivelarsi un problema quasi insormontabile e in tal caso impedirebbe considerevolmente l'adeguato esercizio delle misure di diritto civile ai sensi del diritto nazionale.

70. Confermo così la mia opinione che le vendite forzate di strumenti finanziari, del tipo in questione nel procedimento principale, non ricadono nell'ambito della direttiva sui prospetti.

Conclusioni

71. Alla luce delle considerazioni che precedono, sono dell'opinione che la Corte debba statuire come segue in risposta alle questioni sollevate dallo Hoge Raad der Nederlanden:

(1) La direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE, non è applicabile ad una situazione in cui strumenti finanziari devono essere venduti all'asta al fine di recuperare una somma che si sa anticipatamente essere inferiore alla soglia di EUR 5 000 000 stabilita dall'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), di tale direttiva, come modificata.

(2) La direttiva 2003/71 non è applicabile ad una vendita forzata di strumenti finanziari di cui un organo giurisdizionale ha disposto il sequestro in capo al loro titolare e la vendita al fine di soddisfare un debito.

16 — V. paragrafi 13 e 19 delle presenti conclusioni.

17 — V. anche paragrafo 16 delle presenti conclusioni.

18 — V. paragrafi 14 e 17 delle presenti conclusioni.