Recueil de la jurisprudence

CONCLUSIONS DE L'AVOCAT GÉNÉRAL
MME ELEANOR SHARPSTON
présentées le 19 juin 2014[1]

Affaire C-441/12

Almer Beheer BV
et
Daedalus Holding BV
contre
Van den Dungen Vastgoed BV
et
Oosterhout II BVBA

[demande de décision préjudicielle formée par le Hoge Raad der Nederlanden (Pays-Bas)]

«Droit des sociétés — Directive 2003/71/CE — Obligation de publier un prospectus en cas d'offre au public de valeurs mobilières — Champ d'application — Vente et transfert judiciaires de valeurs mobilières — Montant total de l'offre»

1. Conformément à la directive 2003/71/CE[2], les États membres n'autorisent aucune offre de valeurs mobilières au public sur leur territoire sans publication préalable d'un prospectus.

2. Comme indiqué dans les considérants, l'objectif de ladite directive est essentiellement double: assurer l'efficacité d'un marché unique des valeurs mobilières et protéger les investisseurs.

3. La notion d'«offre au public de valeurs mobilières» est définie de manière large, mais il existe un certain nombre d'exceptions à la fois au champ d'application de la directive elle-même et au champ d'application de l'obligation de publier un prospectus. Des exceptions s'appliquent, entre autres, lorsque le montant total de l'offre est inférieur à un certain seuil.

4. La procédure au principal porte sur une situation dans laquelle, schématiquement (les faits précis sont plus complexes), une société A, qui est débitrice de la société B, détient des actions dans la société C. Ces actions ont été saisies à la demande de la société B et une juridiction a ordonné leur vente aux enchères, par un huissier de justice, afin de rembourser une partie de la dette. Le montant à récolter est limité par l'ordonnance à une somme spécifique majorée des frais de procédure, de saisie et d'exécution.

5. Dans ces circonstances, le Hoge Raad der Nederlanden (Cour suprême, Pays-Bas) souhaite savoir, en premier lieu, si la définition d'une «offre au public de valeurs mobilières» contenue dans la directive «prospectus» est suffisamment large pour couvrir une vente forcée du type de celle en cause et, en second lieu, de quelle manière il convient de déterminer le montant total de l'offre.

1 — Langue originale: l'anglais.

2 — Directive du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE (JO L 345, p. 64), telle que modifiée (ci-après la «directive 'prospectus'»).

6. Pour des motifs que je développerai, je considère qu'il est préférable d'examiner d'abord la seconde question pour aboutir à la conclusion selon laquelle (selon toute probabilité) la vente en cause au principal est, quoi qu'il en soit, explicitement exclue du champ d'application de la directive «prospectus», de sorte qu'il est inutile de répondre à la première question. Cependant, même si ce n'était pas le cas, j'estime que les circonstances de cette vente sont telles qu'elle ne devrait pas être considérée comme nécessitant la publication d'un prospectus en vertu de ladite directive.

La législation

Le droit de l'Union

7. L'article 1er de la directive «prospectus» est intitulé «Objet et champ d'application».

8. Conformément à l'article 1er, paragraphe 1, l'objectif est «l'harmonisation des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre». Les objectifs essentiels sont exposés dans les considérants comme visant principalement, au moyen de l'harmonisation, à assurer, d'une part, un marché unique des valeurs mobilières efficace sur lequel les émetteurs et les offreurs de valeurs mobilières peuvent exercer leurs activités librement au moyen d'un «passeport unique» (à savoir le prospectus requis et réglementé par la directive)[3] et, d'autre part, une protection adéquate des investisseurs par la publication de toutes les informations nécessaires[4].

9. L'article 1er, paragraphe 2, qui porte sur le champ d'application, énumère dix situations dans lesquelles la directive «prospectus» n'est pas applicable. Dans tous les cas, excepté un, ces situations sont définies par référence à la catégorie de valeurs mobilières concernée. L'exception, à savoir l'article 1er, paragraphe 2, sous h), définit la situation par référence au «montant total de l'offre» calculé sur une période de douze mois. À l'origine, la directive n'était pas applicable lorsque le montant total était inférieur à 2 500 000 euros. Cette limite a été augmentée à 5 000 000 euros par la directive 2010/73/UE[5], qui est entrée en vigueur le 31 décembre 2010 et devait être transposée par les États membres au 1er juillet 2012.

10. L'article 2, paragraphe 1, définit un certain nombre de termes aux fins de la directive «prospectus». En particulier:

— les «valeurs mobilières» sont «les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux (à l'exception des instruments de paiement), telles que […] les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions; […]» [article 2, paragraphe 1, sous a), faisant référence (actuellement) à l'article 4, paragraphe 1, point 18, de la directive 2004/39/CE[6]];

— une «offre au public de valeurs mobilières» est «une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de

3 — Voir, en particulier, considérants 1, 4, 10, 14, 17 et 45.

4 — Voir, en particulier, considérants 10, 12, 16, 18 à 21, 27, 29 et 34.

5 — Article 1er, paragraphe 1, sous a), i), de la directive 2010/73 du Parlement européen et du Conseil, du 24 novembre 2010, modifiant la directive 2003/71 et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (JO L 327, p. 1).

6 — Directive du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil (JO L 145, p. 1); la référence originale visait l'article 1er, point 5, de la directive 93/22.

décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières: cette définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers» [article 2, paragraphe 1, sous d)];

— un «émetteur» est «une personne morale qui émet ou se propose d'émettre des valeurs mobilières» [article 2, paragraphe 1, sous h)]; et

— une «personne faisant une offre» ou un «offreur» est «une personne morale ou physique qui offre des valeurs mobilières au public» [article 2, paragraphe 1, sous i)].

11. L'obligation de publier un prospectus est établie à l'article 3 de la directive «prospectus», qui dispose:

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

2. L'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux catégories d'offres suivantes:

a) une offre de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés; et/ou

b) une offre de valeurs mobilières adressée à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre; et/ou

c) une offre de valeurs mobilières adressée à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour un prix total d'au moins 50 000 euros par investisseur et par offre distincte; et/ou

d) une offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50 000 euros; et/ou

e) une offre de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 100 000 euros. Cette limite est calculée sur une période de douze mois.

Toute revente de valeurs mobilières qui faisaient précédemment l'objet d'un ou de plusieurs des types d'offres visés au présent paragraphe est toutefois considérée comme une offre distincte, et la définition figurant à l'article 2, paragraphe 1, point d), s'applique afin de déterminer si cette revente est une offre au public. Le placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers fait l'objet de la publication d'un prospectus, si aucune des conditions énumérées aux points a) à e) n'est remplie pour le placement final.

3. Les États membres font en sorte que toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur leur territoire soit subordonnée à la publication d'un prospectus.»

12. Conformément à l'article 4 de la directive «prospectus», les offres au public portant sur 13 catégories supplémentaires de valeurs mobilières sont exemptées de l'obligation de publier un prospectus.

13. L'article 5 de la directive «prospectus» prévoit:

«1. Sans préjudice de l'article 8, paragraphe 2 [7], le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre.

2. Le prospectus contient des informations concernant l'émetteur et les valeurs mobilières devant être offertes au public ou proposées à la négociation sur un marché réglementé. Il comprend également un résumé. Le résumé expose brièvement et dans un langage non technique les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières et les principaux risques présentés par ceux-ci, dans la langue dans laquelle le prospectus a été établi initialement […]»

14. En vertu de l'article 6, paragraphe 1, de la directive «prospectus» «[l]es États membres veillent à ce que la responsabilité des informations fournies dans un prospectus incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance, à l'offreur, à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou au garant, selon le cas […]». L'article 6, paragraphe 2, prévoit que les «États membres veillent à ce que leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité civile s'appliquent aux personnes responsables des informations fournies dans les prospectus».

15. Conformément à l'article 9, paragraphe 1, de la directive «prospectus», un prospectus reste valide douze mois après sa publication pour d'autres offres au public, pour autant qu'il soit complété par les éléments requis en vertu de l'article 16 [8].

16. L'article 13, paragraphe 1, de la directive «prospectus» dispose: «Aucun prospectus n'est publié avant approbation par l'autorité compétente de l'État membre d'origine». Cette approbation doit être notifiée à l'émetteur ou à l'offreur dans les dix ou vingt jours ouvrables qui suivent la présentation du projet de prospectus ou la fourniture des documents complets ou d'un complément d'information, la date la plus récente étant retenue (article 13, paragraphes 2, 3 et 4).

17. L'article 25, paragraphe 1, de la directive «prospectus» prévoit que, sans préjudice de leur droit d'appliquer des sanctions pénales ou de leur régime de responsabilité civile, les États membres veillent à ce que «les mesures ou les sanctions administratives appropriées puissent être prises à l'encontre des personnes responsables, lorsque les dispositions adoptées en application de la présente directive n'ont pas été respectées».

18. Le règlement (CE) nº 809/2004 de la Commission [9] (ci-après le «règlement d'exécution») contient des règles plus précises.

7 — L'article 8, paragraphe 2, de la directive «prospectus» permet à l'autorité compétente de l'État membre d'origine de dispenser (dans certaines circonstances déterminées) d'inclure dans le prospectus certaines informations normalement requises.

8 — L'article 16 requiert que tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus, qui est de nature à influer sur l'évaluation des valeurs mobilières et survient ou est constaté entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre au public, soit mentionné dans un supplément au prospectus.

9 — Règlement du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel (JO L 149, p. 1). Il a été adopté sur la base, en particulier, des articles 5, paragraphe 5; 7; 10, paragraphe 4; 11, paragraphe 3; 14, paragraphe 8; et 15, paragraphe 7, de la directive «prospectus».

19. L'article 22, paragraphe 1, deuxième alinéa, du règlement d'exécution exige que le prospectus de base contienne les éléments d'information énumérés aux différentes annexes dudit règlement selon le type d'émetteur et la catégorie de valeurs mobilières concernés. Ces éléments contiennent un aperçu complet de la situation de l'émetteur comprenant, entre autres, sa forme juridique, ses investissements, ses principales activités, ses principaux marchés, son organigramme, sa situation financière, ses capitaux, les prévisions de son bénéfice et ses organes d'administration, de direction ou de surveillance (voir annexe I du règlement d'exécution).

Le droit néerlandais

20. La directive «prospectus» a été transposée en droit néerlandais par la loi sur le contrôle financier (Wet op het financieel toezicht, ci-après la «Wft»), dont l'article 5:2 interdit d'offrir au public des valeurs mobilières aux Pays-Bas sauf si un prospectus approuvé par l'autorité de surveillance d'un État membre est accessible au public.

21. Conformément à l'article 53, paragraphe 2, du décret d'exonération de la Wft (Vrijstellingsregeling Wft), il n'existe pas d'obligation de publier un prospectus lorsque le montant total de l'offre, calculé sur une période de 12 mois, est inférieur à 2 500 000 euros. Cette limite, établie lors de la première mise en œuvre de la directive «prospectus», n'a pas été augmentée à 5 000 000 euros depuis l'entrée en vigueur de la directive 2010/73.

Les faits, la procédure, les questions préjudicielles et les observations

22. Van den Dungen Vastgoed BV et Oosterhout II BVBA (ci-après «Van den Dungen et Oosterhout») ont conclu un accord avec Almer Beheer BV et Daedalus Holding BV (ci-après «Almer et Daedalus») en vertu duquel, en particulier: la société Global Hail Group BV (ci-après «Global Hail») devait être constituée; toutes ses actions seraient détenues par la Stichting Administratiekantoor Global Hail, dont le conseil d'administration serait composé de représentants des parties à l'accord; et Van den Dungen et Oosterhout effectueraient le transfert de certaines actions d'autres sociétés à Global Hail contre réception d'un prix de vente à acquitter par Almer et Daedalus.

23. Plusieurs litiges sont nés entre les parties et des recours ont été intentés. Le 30 octobre 2009, Van den Dungen et Oosterhout ont obtenu une ordonnance du Rechtbank Breda (tribunal de Breda) condamnant Almer et Daedalus au paiement de 500 000 euros à titre d'avance sur le prix des actions transférées à Global Hail. Afin de garantir le paiement, Van den Dungen et Oosterhout ont fait procéder à une saisie-exécution des certificats d'actions émis par la Stichting Administratiekantoor Global Hail au bénéfice d'Almer et Daedalus.

24. Le 27 novembre 2010, le Rechtbank Breda a ordonné la vente et le transfert desdits certificats d'actions dans un délai de six mois par un huissier de justice (*deurwaarder*) à désigner par Van den Dungen et Oosterhout. Conformément à cette ordonnance, la vente devait être une vente publique, annoncée dans deux journaux nationaux; les actions devaient être vendues au plus offrant; toutes les actions devaient être offertes, mais seul devait être vendu le nombre d'actions nécessaire pour récolter le montant de 500 000 euros, majoré des frais de procédure, de saisie et d'exécution; l'obligation de publier un prospectus n'était pas applicable.

25. Almer et Daedalus ont formé un recours devant le Gerechtshof 's-Hertogenbosch (cour d'appel de 's-Hertogenbosch), qui a confirmé la décision du Rechtbank Breda le 5 avril 2011. Il a considéré, en particulier, qu'il n'existait pas d'obligation de publier un prospectus au motif que la valeur des actions à vendre ne serait probablement pas supérieure à 2 500 000 euros.

26. Almer et Daedalus ont formé un recours devant le Hoge Raad der Nederlanden, qui, considérant que l'issue du litige dépendait de l'interprétation des articles 1er, paragraphe, 2, sous h), et 3, paragraphe 1, de la directive «prospectus», a déposé une demande de décision préjudicielle sur les questions suivantes:

«1) Convient-il d'interpréter l'article 3, paragraphe 1, de la directive 'prospectus' en ce sens que l'obligation de publier un prospectus qu'il contient est, en principe (à savoir indépendamment des exonérations et des exceptions prévues dans certains cas par la directive), également applicable à une vente forcée de valeurs mobilières?

2) a) En cas de réponse affirmative à la première question, convient-il d'interpréter la notion de 'montant total de l'offre' visée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h), de la directive 'prospectus', en ce sens que ledit montant doit être déterminé, dans le cas d'une vente forcée de valeurs mobilières, en référence à la valeur du produit raisonnablement escompté en tenant compte de la nature spécifique d'une vente forcée, même si le produit raisonnablement escompté est nettement inférieur à la valeur économique réelle?

b) En cas de réponse affirmative à la première question et de réponse négative à la première partie de la seconde question, de quelle manière convient-il d'interpréter la notion de 'montant total de l'offre' au sens de l'article 1er, paragraphe 2, sous h), de la directive 'prospectus', en particulier dans le cas d'une vente forcée de valeurs mobilières?»

27. Les gouvernements tchèque, allemand, néerlandais, polonais et portugais ainsi que la Commission européenne ont déposé des observations écrites. Lors de l'audience, les gouvernements allemand et portugais ainsi que la Commission ont fait des observations orales. Aucune des parties à la procédure au principal n'a déposé d'observations sur les questions soulevées.

28. Dans leurs observations, le gouvernement néerlandais ne répond qu'à la seconde question et la Commission considère qu'il est inutile de répondre à la première question si l'on répond d'abord à la seconde; ils semblent tous deux estimer que, dans l'affaire au principal, le montant total de l'offre est en deçà de la limite établie aux fins de l'application de la directive «prospectus».

29. En revanche, les gouvernements allemand, polonais et portugais n'abordent que la première question, tandis que le gouvernement tchèque examine en premier lieu cette question-là et n'aborde la seconde question que de manière sommaire.

30. S'agissant de la première question, le gouvernement tchèque et la Commission considèrent qu'une vente force d'actions du type de celle en cause au principal relève de la notion d'«offre au public de valeurs mobilières» aux fins de la directive «prospectus», tandis que les gouvernements allemand et polonais adoptent la position inverse; le gouvernement portugais considère que, dans le contexte d'une telle vente, le droit du créancier à un recours effectif dans un délai raisonnable s'oppose à l'imposition de toute obligation de publier un prospectus qui pourrait impliquer un retard inacceptable.

Appréciation

31. Il n'a pas été avancé que les actions en cause dans la procédure au principal sont autre chose que des valeurs mobilières au sens de la directive «prospectus» [10], et il ne semble pas non plus y avoir le moindre doute à cet égard.

10 — Voir point 10, premier tiret, des présentes conclusions.

32. Il existe cependant un doute quant à la question de savoir si la manière particulière dont ces actions doivent être mises en vente constitue une offre nécessitant la publication d'un prospectus en vertu de la même directive.

33. Toutefois, indépendamment de la question de savoir si cette vente constitue ou non une telle offre, la directive «prospectus» ne saurait s'appliquer si le montant total est inférieur à la limite fixée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h), de ladite directive.

34. Il me paraît dès lors préférable d'examiner en premier lieu si la vente est couverte par cette exclusion claire et explicite du champ d'application de la directive avant d'examiner en second lieu si elle relève de la notion d'«offre au public de valeurs mobilières» nécessitant la publication d'un prospectus, notion qui est définie de manière large, mais imprécise, et qui fait l'objet d'un nombre considérable d'exceptions.

35. En conséquence, j'examinerai les questions posées par le Hoge Raad der Nederlanden dans cet ordre-là, en commençant par la seconde question.

La seconde question

36. La seconde question du Hoge Raad der Nederlanden porte essentiellement sur la manière dont le «montant total de l'offre» doit être déterminé dans le cadre de l'appréciation de l'applicabilité de la directive «prospectus» à une vente d'actions déterminée à la lumière de la limite fixée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h), de ladite directive. Avant d'aborder cette question, je pense toutefois qu'il est utile d'examiner le montant de la limite applicable elle-même eu égard en particulier aux circonstances de la vente en cause dans la procédure au principal.

37. Lorsque le Rechtbank Breda a rendu la décision litigieuse dans la présente procédure le 27 décembre 2010, la limite était fixée à 2 500 000 euros, à la fois dans la directive «prospectus» et dans la législation néerlandaise. Quatre jours plus tard, la directive 2010/73 est entrée en vigueur, augmentant la limite à 5 000 000 euros dans la directive «prospectus», une modification qui devait être mise en œuvre par les États membres au 1er juillet 2012 [11]. Cependant, bien que la quasi-totalité des modifications apportées par la directive 2010/73 aient été transposées en droit néerlandais [12], il semble que l'augmentation de cette limite ne l'ait pas été. Il existe dès lors une divergence entre la directive «prospectus» et la législation néerlandaise, qui pourrait toujours exister au moment où la vente en cause dans la procédure au principal aura finalement lieu.

38. Le gouvernement néerlandais et la Commission ont tous deux mentionné cette divergence, mais aucun n'en a tiré de conséquence. Bien qu'elle ne ressorte pas clairement de ses observations écrites, l'opinion de la Commission semble être qu'un État membre peut appliquer des conditions tirées du droit national équivalentes à celles contenues dans la directive «prospectus» lorsqu'une offre est inférieure à la limite actuelle de 5 000 000 euros visée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h), mais il ne peut pas exiger la publication d'un prospectus lorsque l'offre est inférieure à la limite de 100 000 euros visée à l'article 3, paragraphe 2, sous e).

11 — Voir point 9 et note en bas de page 5 des présentes conclusions.

12 — Loi modifiant la loi sur le contrôle financier et la loi sur le contrôle de l'information financière dans le cadre de la directive «prospectus» modifiée (Wet tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet toezicht financiële verslaggeving in verband met de herziene richtlijn «prospectus»), du 10 mai 2012.

39. Si telle est effectivement l'opinion de la Commission, il me semble qu'elle soit erronée. La directive «prospectus» est une mesure d'harmonisation, dont l'un des objectifs principaux est de prévoir un «passeport unique» permettant aux émetteurs de lever des fonds dans tous les États membres. Cet objectif serait réduit à néant si la limite établie aux fins de l'application des conditions de la directive prospectus (dont la principale, sur laquelle toutes les autres sont fondées, est l'obligation de publier un prospectus) était différente entre les États membres.

40. S'agissant de la limite de 100 000 euros visée à l'article 3, paragraphe 2, sous e), de la directive «prospectus», j'avoue que son existence me rend perplexe. Lorsque «le montant total [dans l'Union européenne] est inférieur à 100 000 euros […] calculé sur une période de douze mois», il est inutile de préciser que «l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas», car ces situations sont déjà exclues du champ d'application de la directive dans son ensemble par la limite beaucoup plus élevée visée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h). De plus, il paraît anormal qu'une disposition dans une directive réglemente une catégorie de transactions qui a déjà été explicitement exclue de son champ d'application par une disposition précédente.

41. Si l'intention du législateur avait été d'exiger des États membres qu'ils imposent l'obligation de publier un prospectus lorsque le montant total de l'offre est supérieur à 2 500 000 euros (ou, ensuite, à 5 000 000 euros), de les empêcher d'imposer cette obligation lorsque le montant est inférieur à 100 000 euros et de leur offrir la faculté d'imposer ou non cette obligation lorsque le montant se situe entre ces deux montants, il me semble que l'intention aurait dû être formulée de manière beaucoup plus claire. Dans l'état actuel des choses, je ne trouve aucune indication dans le texte des considérants ou des dispositions dont cette intention pourrait découler.

42. Par conséquent, j'estime qu'un émetteur ou un offreur serait en droit d'invoquer la directive «prospectus» telle que modifiée si les autorités néerlandaises exigeaient la publication d'un prospectus lorsque le montant total d'une offre faite le 1er juillet 2012 ou après cette date se situe entre 2 500 000 et 5 000 000 euros, et que les juridictions nationales seraient obligées d'écarter l'application d'une règle nationale exigeant cette publication.

43. S'agissant de la méthode de détermination du montant total à cette fin, je peux comprendre les difficultés qui pourraient survenir dans de nombreuses circonstances. Toute vente aux enchères est incertaine et, bien que des actions puissent avoir une valeur économique objective (et, du moins approximativement, déterminable), il ne peut y avoir aucune garantie qu'elles seront vendues à ce prix-là.

44. Dans les circonstances de l'affaire au principal, cependant, cette difficulté ne semble pas survenir. Le Rechtbank Breda a pris le soin de préciser que seul devait être vendu le nombre d'actions nécessaire pour atteindre le montant requis de 500 000 euros, majoré de tous les frais de procédure. Ces derniers étant, en principe, déterminables avec un degré de précision raisonnable, le montant total à récolter par la vente devrait être connu dans une marge étroite avant que les enchères n'aient lieu. Ce montant doit, selon moi, être considéré comme étant le «montant total» aux fins de l'application de la limite visée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h), de la directive «prospectus».

45. Par conséquent, la directive «prospectus», assortie de son obligation de publier un prospectus, ne pourrait trouver à s'appliquer que si le montant total était supérieur à 5 000 000 euros.

46. Il paraît hautement improbable que les frais de procédure afférents à une saisie et à une vente aux enchères d'actions visant à récolter une somme principale de 500 000 euros s'élèveraient à une somme approchant les 4 500 000 euros. Si tel était le cas, cela constituerait un très sérieux problème pour l'administration de la justice aux Pays-Bas.

47. Sur cette base, la vente en cause dans la procédure au principal semblerait expressément exclue du champ d'application de la directive «prospectus», avec pour conséquence qu'aucune obligation de publier un prospectus ne saurait être imposée. Il serait donc parfaitement inutile que la juridiction nationale compétente examine la question (purement hypothétique dans ce cas) de savoir si une vente comparable pour un montant supérieur nécessiterait la publication d'un prospectus.

48. Cependant, il convient de rappeler que la valeur limite visée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h), de la directive «prospectus» doit être calculée sur une période de 12 mois. Puisqu'il est précisé que le montant concerné par la décision litigieuse du Rechtbank Breda représente uniquement une avance sur le paiement de la dette qu'Almer et Daedalus ont à l'égard de Van den Dungen et Oosterhout, et puisque le Hoge Raad der Nederlanden n'a pas indiqué le montant total de cette dette dans sa demande de décision préjudicielle, il est toujours possible que d'autres ventes soient ordonnées, faisant éventuellement passer le montant total sur une période de 12 mois au-delà de la limite de 5 000 000 euros. Dans de telles circonstances, la question visée au point précédent, à savoir la première question du Hoge Raad der Nederlanden, ne serait plus hypothétique.

49. Par conséquent, j'aborde maintenant la question de savoir si une vente forcée d'actions, telle que celle en cause au principal, doit être considérée comme une offre au public de valeurs mobilières à l'égard de laquelle l'article 3, paragraphe 1, de la directive «prospectus» impose l'obligation de publier un prospectus.

La première question

50. Il semble évident qu'une vente publique aux enchères annoncée dans deux journaux nationaux relève de la définition d'une «offre au public de valeurs mobilières» en tant que «communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes» telle que visée à l'article 2, paragraphe 1, sous d), de la directive «prospectus».

51. Je soulignerai ici que le reste de la définition contenue dans cette disposition («présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières») semble circulaire au mieux. Si l'offre présentait déjà cette «information suffisante», la publication supplémentaire d'un prospectus, qui est prévue pour fournir cette information [13], ne semblerait pas nécessaire; et il est difficilement concevable qu'une offre puisse échapper à l'obligation de publier un prospectus au motif qu'elle ne contient pas suffisamment d'informations pour permettre à un investisseur de prendre une décision. Partant, je considérerai que cette partie de la définition signifie que l'offre doit identifier les valeurs mobilières en cause et fournir les informations permettant à un investisseur de les acheter s'il le décide, mais elle ne signifie pas que l'offre doit contenir toutes les informations nécessaires de manière à le mettre en mesure de prendre une décision avisée.

52. Dans cette optique, l'annonce de la vente aux enchères dans deux journaux nationaux, comme ordonnée par le Rechtbank Breda, doit également être conforme à la seconde partie de la définition. D'un point de vue littéral, toutefois, dans la mesure où l'annonce ne contient probablement pas toutes les informations qui permettraient à un investisseur de prendre une décision avisée, elle pourrait bien sortir du cadre de cette partie de la définition et donc de la définition dans son ensemble.

13 — Voir point 13 des présentes conclusions.

53. Je supposerai néanmoins, sur la base de mon interprétation de l'article 2, paragraphe 1, sous d), de la directive «prospectus», que la vente en question est couverte par la définition large contenue dans cette disposition. Elle devrait dès lors, en principe, être soumise à l'obligation de publier un prospectus visée à l'article 3, paragraphe 1 [14].

54. Cependant, aussi bien la définition que l'obligation sont assorties de nombreuses exceptions (dans le contexte de la présente procédure, il n'est pas utile de faire la distinction entre une exclusion du champ d'application de la directive dans son ensemble et une exclusion de l'obligation de publier un prospectus, qui constitue la disposition centrale de la directive et qui conditionne la plupart des autres dispositions, étant donné que le litige porte sur l'applicabilité de ladite obligation).

55. Comme je l'ai indiqué, l'exclusion du champ d'application de la directive visée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h), semble s'appliquer à la vente en cause. Les neuf autres exclusions visées à l'article 1er, paragraphe 2, concernent des catégories de valeurs mobilières particulières et rien n'indique que les actions qui doivent être vendues dans la procédure au principal relèvent de l'une de ces catégories.

56. L'article 3, paragraphe 2, énumère cinq exceptions à l'obligation de publier un prospectus. L'article 3, paragraphe 2, sous e), que j'ai évoqué plus haut, ne semble pas, en tout état de cause, être applicable à la vente concernée dont le montant est prévu pour dépasser la limite de 100 000 euros. Les quatre autres exceptions (offres adressées uniquement à des investisseurs qualifiés, à savoir en substance professionnels, celles adressées à moins de 150 personnes par État membre et celles dont la valeur de chaque unité ou chaque achat dépasse les 100 000 euros) n'ont pas été invoquées comme présentant un intérêt dans la procédure au principal.

57. L'article 4, paragraphes 1 et 2, énumère ensuite treize autres catégories d'offres, qui peuvent être classées, dans les grandes lignes, comme des offres de valeurs mobilières en substitution, en échange ou en complément de valeurs mobilières qui ont déjà été émises ou admises à la négociation. Ces offres sont elles aussi exclues de l'obligation de publier un prospectus et, à nouveau, il semblerait que l'offre en cause dans la procédure au principal ne relève d'aucune des catégories énumérées.

58. À première vue, il semblerait donc que, si une vente forcée de valeurs mobilières du type de celle en cause dans la procédure au principal ne relève pas, par sa nature (par opposition à sa valeur), d'une des catégories explicitement exclues, elle doit relever de la catégorie résiduaire plus large d'une «communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes» qui fournit aux investisseurs potentiels des informations suffisantes de manière à les mettre en mesure d'identifier les valeurs mobilières offertes et de les acheter s'ils le décident.

59. Cependant, il me semble qu'il ressort clairement des buts et des objectifs affirmés de la directive «prospectus», de son libellé, de sa structure, ainsi que de son système dans son ensemble et, en particulier, des termes de la longue liste d'exceptions explicites de son champ d'application ou de l'obligation de publier un prospectus, que l'intention était de couvrir toutes les situations dans lesquelles des valeurs mobilières sont *normalement* émises ou admises à la négociation, en particulier, si pas exclusivement, sur des marchés réglementés.

60. Il paraît également probable (et cet élément semble avoir été discrètement admis par la Commission lors de l'audience lorsqu'elle a reconnu qu'il était regrettable que la directive «prospectus» ne mentionne nulle part les ventes forcées de valeurs mobilières) que le législateur n'ait tout simplement pas considéré qu'il était nécessaire de s'occuper des ventes forcées. Je n'ai trouvé

14 — À toutes fins utiles, bien que la directive «prospectus» semble être conçue principalement pour s'appliquer à des ventes initiales de valeurs mobilières, en particulier sur un marché réglementé, j'ajouterais qu'il ressort clairement de l'article 3, paragraphe 2, deuxième alinéa, qu'elle s'applique également aux ventes ultérieures dans certaines circonstances (voir point 11 des présentes conclusions).

aucune mention de ces ventes dans les travaux préparatoires de la directive et aucune mention n'a été portée à l'attention de la Cour. Cette absence pourrait suggérer que ces ventes ont été tacitement considérées comme ne relevant pas du champ d'application de la directive «prospectus», si l'on n'a pas estimé que leurs caractéristiques très spécifiques méritaient une mention explicite.

61. En outre, il est clair que les ventes forcées de valeurs mobilières telles que celle en cause dans la procédure au principal sont en effet très éloignées de toute situation normale d'émission ou de négociation de valeurs mobilières, que ce soit sur un marché réglementé ou dans d'autres circonstances. Elles n'ont absolument rien en commun avec l'émission de valeurs mobilières et ne présentent qu'une infime ressemblance avec la négociation de valeurs mobilières. Les valeurs mobilières ne sont pas vendues par l'émetteur ou le détenteur, mais ont été confisquées et sont vendues à la demande d'un tiers et sur ordonnance d'une autorité judiciaire de l'État, uniquement afin de rembourser une dette. En résumé, ces ventes appartiennent non pas à la sphère que la directive «prospectus» était censée réglementer, mais à la sphère du droit civil et de l'exécution forcée des dettes, et rien n'indique que la directive était censée affecter cette sphère d'une quelconque manière.

62. Dans une vente forcée, le créancier n'attache pas d'importance à ce qui est vendu pour rembourser sa dette: que ce soient des valeurs mobilières ou des stocks admis à la négociation, des installations techniques et des machines, des terrains et des bâtiments, des véhicules ou tout autre actif. Cependant, dans certains cas, seules des valeurs mobilières peuvent être disponibles. Lorsque tel est le cas, je ne pense pas que la directive «prospectus» puisse être interprétée comme visant à imposer une obligation (et potentiellement une obligation particulièrement lourde) au créancier (ou à l'huissier de justice chargé de la vente) qui n'aurait pas été imposée si d'autres actifs avaient été disponibles.

63. En d'autres termes, il ne relève pas de l'intention explicite ou implicite du législateur d'affecter, par la directive «prospectus», les différents moyens dont disposent les États membres aux fins de l'exécution forcée de dettes par l'intermédiaire des juridictions civiles lorsqu'il n'est possible d'y procéder qu'au moyen d'une vente forcée de valeurs mobilières.

64. En outre, il convient de rappeler (peut-être dans le cas présent plus que dans toute autre circonstance) qu'un offrant potentiel dans une vente forcée d'actifs, qu'ils soient matériels ou immatériels et quelle que soit leur nature, doit avoir à l'esprit l'adage «caveat emptor». Dans ce type de ventes, l'acheteur doit toujours assumer le risque que son achat se révèle ne pas être tout à fait conforme à ce qu'il paraissait à première vue. Il ne peut pas attendre, et n'attend pas, les mêmes informations et garanties complètes que celles auxquelles il aurait droit s'il achetait des marchandises à un fabricant ou des valeurs mobilières à un émetteur ou à un offreur dans la vie normale des affaires. C'est d'ailleurs là précisément la raison qui a incité le Hoge Raad der Nederlanden à s'interroger sur la méthode de détermination du montant total d'une offre lorsque la prudence naturelle des offrants pourrait impliquer que le prix obtenu soit nettement inférieur à la valeur réelle des valeurs mobilières.

65. Ces considérations peuvent être complétées par un certain nombre de points, quoique peut-être de moindre importance, qui ont été soulevés à différents stades de la procédure devant la Cour concernant les difficultés pratiques de la publication d'un prospectus dans le cas d'une vente forcée de valeurs mobilières.

66. Il est bien sûr possible que, lorsque des valeurs mobilières sont vendues de cette manière, un prospectus valide soit disponible [15]. Si tel avait été le cas dans l'affaire au principal, il peut être présumé que la présente demande de décision préjudicielle n'aurait pas été formée.

15 — Voir point 15 des présentes conclusions.

67. Il se peut également (et tel pourrait être le cas dans l'affaire au principal) que le détenteur des valeurs mobilières ait accès à des informations suffisantes pour pouvoir produire un prospectus ou aider à sa production. Néanmoins, même dans un tel cas, récolter, organiser et rédiger les informations nécessaires [16] constituent des tâches lourdes susceptibles de peser sur la procédure d'exécution forcée des dettes et de la retarder [17].

68. Cependant, il est peut-être plus probable qu'aucun prospectus actuellement valide ne sera disponible et/ou que les valeurs mobilières à vendre auront été émises par une entité avec laquelle le détenteur n'a aucune autre relation et qui n'a aucun intérêt à la publication d'un prospectus aux seules fins d'une vente forcée avec laquelle il n'a aucun lien. L'émetteur pourrait même ne pas être établi sur le territoire de l'Union; il est tout à fait concevable qu'une vente forcée porte sur des valeurs mobilières émises par une entreprise présente seulement en Afrique, en Asie, en Australie ou en Amérique, à laquelle aucune responsabilité ne peut être imposée par la législation de l'Union ou de l'État membre dans lequel la vente forcée a été ordonnée. À qui incombe dès lors la responsabilité en vertu de l'article 6, paragraphe 1, de la directive «prospectus» [18]? La seule possibilité est qu'elle reviendrait à l'offreur, qui est probablement censé être l'huissier de justice chargé de la vente, puisque les valeurs mobilières ont probablement déjà été saisies auprès du débiteur.

69. Par conséquent, l'obtention des informations précises nécessaires pour rédiger un prospectus pourrait constituer un obstacle presque insurmontable et pourrait, dans ce cas, entraver significativement l'exercice d'un recours civil en droit national.

70. Cet élément conforte mon opinion selon laquelle la vente forcée de valeurs mobilières, telle que celle en cause dans la procédure au principal, ne relève pas du champ d'application de la directive «prospectus».

Conclusion

71. Pour les motifs qui précèdent, j'estime que la Cour devrait se prononcer comme suit en réponse aux questions posées par le Hoge Raad der Nederlanden:

1) La directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 novembre 2003, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, n'est pas applicable à une situation dans laquelle des valeurs mobilières doivent être vendues aux enchères afin de récolter une somme dont il est déterminé à l'avance qu'elle sera en deçà de la limite de 5 000 000 euros visée à l'article 1er, paragraphe 2, sous h), de ladite directive, telle que modifiée.

2) La directive 2003/71 n'est pas applicable à une vente forcée de valeurs mobilières dont une juridiction a ordonné la saisie auprès de leur détenteur et la vente afin de rembourser une dette.

16 — Voir points 13 et 19 des présentes conclusions.

17 — Voir également point 16 des présentes conclusions.

18 — Voir points 14 et 17 des présentes conclusions.