Συλλογή της Νομολογίας

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΕΙΣΑΓΓΕΛΕΑ
JEAN RICHARD DE LA TOUR
της 5ης Σεπτεμβρίου 2024[1]

Υπόθεση C-627/23

Commune de Schaerbeek,
Commune de Linkebeek
κατά
Holding Communal SA

[αίτηση του Cour de cassation (Ανώτατο Ακυρωτικό Δικαστήριο, Βέλγιο)
για την έκδοση προδικαστικής αποφάσεως]

«Προδικαστική παραπομπή – Οδηγία 2003/71/ΕΚ – Εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση – Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου – Ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιευτεί – Έννοια της "διαπραγματεύσιμης κινητής αξίας στην κεφαλαιαγορά" – Μετοχές εταιρίας χαρτοφυλακίου τις οποίες δύνανται να κατέχουν μόνον επαρχίες και δήμοι και η εκχώρηση των οποίων υπόκειται σε έγκριση του διοικητικού συμβουλίου»

I. Εισαγωγή

1. Η αίτηση προδικαστικής αποφάσεως αφορά την ερμηνεία του άρθρου 2, παράγραφος 1, στοιχείο α', της οδηγίας 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Νοεμβρίου 2003, σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ[2], όπως τροποποιήθηκε από την οδηγία 2008/11/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Μαρτίου 2008[3].

2. Η αίτηση υποβλήθηκε στο πλαίσιο ένδικης διαφοράς μεταξύ, αφενός, των Δήμων του Schaerbeek και του Linkebeek (Βέλγιο) και, αφετέρου, της εταιρίας Holding Communal SA, με αντικείμενο την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της τελευταίας, η οποία ψηφίστηκε χωρίς να έχει προηγηθεί η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου και στην οποία αύξηση ενεγράφησαν οι δήμοι αυτοί.

1 Γλώσσα του πρωτοτύπου: η γαλλική.

2 ΕΕ 2003, L 345, σ. 64.

3 ΕΕ 2008, L 76, σ. 37 (στο εξής: οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο).

3. Θα προτείνω στο Δικαστήριο να απαντήσει στο Cour de cassation (Ανώτατο Ακυρωτικό Δικαστήριο, Βέλγιο) ότι πριν από την επίδικη πράξη της επίμαχης αύξησης κεφαλαίου, η οποία συνιστά δημόσια προσφορά κινητών αξιών, έπρεπε να προηγηθεί η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου, ακόμη και αν η μεταγενέστερη εκχώρηση των μετοχών αυτών υπόκειται σε έγκριση του διοικητικού συμβουλίου και τις εν λόγω μετοχές δύνανται να κατέχουν μόνον επαρχίες και δήμοι.

II. Το νομικό πλαίσιο

A. Το δίκαιο της Ένωσης

1. Η οδηγία 93/22/ΕΟΚ

4. Η ενδέκατη αιτιολογική σκέψη της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 10ης Μαΐου 1993, σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών[4], είχε ως εξής:

«ότι, ο δυνάμει της παρούσας οδηγίας, ευρύτατος ορισμός των κινητών αξιών και των τίτλων της νομισματαγοράς ισχύει μόνο στο πλαίσιο της παρούσας οδηγίας και δεν επηρεάζει τους διάφορους ορισμούς χρηματοπιστωτικών τίτλων οι οποίοι ισχύουν στα πλαίσια των εθνικών νομοθεσιών για άλλους σκοπούς και ιδίως φορολογικούς- ότι, εξάλλου, ο ορισμός των κινητών αξιών αφορά μόνον τους διαπραγματεύσιμους τίτλους και ότι, συνεπώς, δεν καλύπτει τις μετοχές ή τις εξομοιώσιμες προς μετοχές αξίες, που εκδίδονται από οργανισμούς όπως οι "Building societies" ή οι "Industrial and Provident societies", η μεταβίβαση της κυριότητας των οποίων είναι πρακτικά δυνατή μόνο δια της εξαγοράς τους από τον οργανισμό που τις εξέδωσε.»

5. Το άρθρο 1, σημείο 4, της οδηγίας αυτής προέβλεπε τα εξής:

«Για τους σκοπούς της παρούσας οδηγίας, νοούνται ως:

[…]

4) "κινητές αξίες":

– οι μετοχές και οι λοιπές αξίες οι εξομοιώσιμες με μετοχές,

– οι ομολογίες και οι λοιποί χρεωστικοί τίτλοι, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά

και

– κάθε άλλη αξία η οποία συνήθως αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης που επιτρέπει την απόκτηση αυτών των κινητών αξιών με εγγραφή ή ανταλλαγή, ή παρέχει δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς,

ενώ αποκλείονται τα μέσα πληρωμής.»

[4] ΕΕ 1993, L 141, σ. 27.

2. Η οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο

6. Οι αιτιολογικές σκέψεις 5, 10, 12, 16, 18 και 19, της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο έχουν ως εξής:

«(5) Στις 17 Ιουλίου 2000, το Συμβούλιο συνέστησε την επιτροπή σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών. Στην αρχική της έκθεση της 9ης Νοεμβρίου 2000, η επιτροπή σοφών υπογραμμίζει την έλλειψη ενός κοινού ορισμού της δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών, πράγμα το οποίο έχει ως αποτέλεσμα να θεωρείται η ίδια πράξη ως ιδιωτική τοποθέτηση σε ορισμένα κράτη μέλη και να αντιμετωπίζεται διαφορετικά σε άλλα· το ισχύον σύστημα αποθαρρύνει τις εταιρείες να αντλούν κεφάλαια σε όλη την [Ευρωπαϊκή Ένωση] και να έχουν, ως εκ τούτου, μια γνήσια πρόσβαση σε μία ευρεία, με υψηλή ρευστότητα και ενοποιημένη χρηματοπιστωτική αγορά.

[…]

(10) Ο σκοπός της παρούσας οδηγίας και των εκτελεστικών της μέτρων είναι να διασφαλίσουν την προστασία των επενδυτών και την αποτελεσματικότητα της αγοράς, σύμφωνα με τα υψηλού επιπέδου κανονιστικά πρότυπα που έχουν εγκριθεί από τα αρμόδια διεθνή φόρα.

[…]

(12) Για να εξασφαλισθεί η προστασία των επενδυτών είναι επίσης απαραίτητη η πλήρης κάλυψη των μετοχικών και μη μετοχικών κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς ή εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, όπως ορίζεται στην οδηγία [93/22] και όχι μόνον η κάλυψη των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στα δελτία τιμών χρηματιστηρίου αξιών. Ο ευρύς ορισμός των κινητών αξιών στην παρούσα οδηγία, ο οποίος περιλαμβάνει τίτλους επιλογής (warrants) καθώς και καλυπτόμενους τίτλους επιλογής και καλυπτόμενα πιστοποιητικά, ισχύει μόνον για την παρούσα οδηγία και, κατά συνέπεια, δεν επηρεάζει κατά κανένα τρόπο τους διάφορους ορισμούς των χρηματοπιστωτικών μέσων που χρησιμοποιούνται στην εθνική νομοθεσία για άλλους σκοπούς, όπως π.χ. η φορολογία. Ορισμένες από τις κινητές αξίες που ορίζονται στην παρούσα οδηγία παρέχουν το δικαίωμα στον κάτοχο να αποκτήσει μεταβιβάσιμες κινητές αξίες ή να εισπράξει χρηματικό ποσό μέσω εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα που καθορίζεται σε συνάρτηση με άλλα μέσα, συγκεκριμένα μεταβιβάσιμες κινητές αξίες, συνάλλαγμα, τόκους και αποδόσεις, βασικά εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μέτρα. Τα καταθετήρια και οι μετατρέψιμοι τίτλοι, π.χ. κινητές αξίες μετατρέψιμες κατ' επιλογή του επενδυτή, εμπίπτουν στον ορισμό της παρούσας οδηγίας για τις μη μετοχικές κινητές αξίες.

[…]

(16) Ένας από τους στόχους της παρούσας οδηγίας είναι η προστασία των επενδυτών. Επιβάλλεται συνεπώς να ληφθούν υπόψη οι διαφορετικές απαιτήσεις προστασίας των διαφόρων κατηγοριών επενδυτών καθώς και το επίπεδο ειδικών γνώσεών τους. Η γνωστοποίηση μέσω του ενημερωτικού δελτίου δεν είναι απαραίτητη σε περιπτώσεις που οι προσφορές περιορίζονται σε ειδικούς επενδυτές. […]

[…]

(18) Η παροχή πλήρους πληροφόρησης για τις κινητές αξίες και τους εκδότες τους προάγει, σε συνδυασμό με την εφαρμογή κανόνων δεοντολογίας, την προστασία των επενδυτών. Επιπλέον, οι πληροφορίες αυτές συνιστούν αποτελεσματικά μέσα για τη βελτίωση της εμπιστοσύνης στις κινητές αξίες και, επομένως, συμβάλλουν στην ομαλή λειτουργία και ανάπτυξη των αγορών κινητών αξιών. Η μορφή υπό την οποία θα πρέπει να διατίθενται οι πληροφορίες αυτές, είναι η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

(19) Η επένδυση σε κινητές αξίες, όπως και οποιαδήποτε άλλη μορφή επένδυσης, εμπεριέχει κίνδυνο. Ως εκ τούτου, απαιτούνται σε όλα τα κράτη μέλη διασφαλίσεις για την προστασία των συμφερόντων των παρόντων και δυνητικών επενδυτών ώστε να έχουν τη δυνατότητα να προβαίνουν σε εμπεριστατωμένη εκτίμηση των σχετικών κινδύνων και να είναι σε θέση να λαμβάνουν πλήρως ενημερωμένοι τις επενδυτικές τους αποφάσεις.»

7. Το άρθρο 1 της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο ορίζει τα εξής:

«1. Σκοπός της παρούσας οδηγίας είναι η εναρμόνιση των απαιτήσεων κατάρτισης, έγκρισης και διανομής του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά που βρίσκεται ή λειτουργεί σε κράτος μέλος.

2. Η παρούσα οδηγία δεν εφαρμόζεται:

[…]

δ) στις κινητές αξίες που καλύπτονται από ανεπιφύλακτη και αμετάκλητη εγγύηση ενός κράτους μέλους ή μιας περιφερειακής ή τοπικής αρχής κράτους μέλους·

[…]».

8. Το άρθρο 2, παράγραφος 1, στοιχεία α′ και δ′, καθώς και ε′, σημείο ii, της οδηγίας αυτής προβλέπει τα εξής:

«Για τους σκοπούς της παρούσας οδηγίας, νοούνται ως:

α) “κινητές αξίες”: οι μεταβιβάσιμες κινητές αξίες, όπως ορίζονται στο άρθρο 1 παράγραφος 4 της οδηγίας [93/22], εξαιρουμένων τίτλων της νομισματαγοράς, όπως ορίζονται από το άρθρο 1 παράγραφος 5 της οδηγίας [93/22] διάρκειας μικρότερης των δώδεκα μηνών. Για τους τίτλους αυτούς μπορεί να ισχύει η εθνική νομοθεσία·

[…]

δ) “δημόσια προσφορά κινητών αξιών”: ανακοίνωση, υπό οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται σε πρόσωπα και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της προσφοράς και τις προσφερόμενες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή για την αγορά αυτών των κινητών αξιών. Ο ορισμός αυτός εφαρμόζεται επίσης και στην τοποθέτηση κινητών αξιών μέσω χρηματοοικονομικών μεσολαβητών·

ε) “ειδικοί επενδυτές”:

[…]

ii) εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο [ΔΝΤ], η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα [ΕΚΤ], η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων [ΕΤΕπ] και άλλοι παρεμφερείς διεθνείς οργανισμοί.»

9. Κατά το άρθρο 3 της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο:

«1. Τα κράτη μέλη δεν επιτρέπουν να γίνεται καμία δημόσια προσφορά κινητών αξιών στο έδαφός τους πριν από τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

2. Η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου δεν ισχύει στα ακόλουθα είδη προσφορών:

α) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται μόνον σε ειδικούς επενδυτές·

β) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται σε λιγότερα από 100 φυσικά ή νομικά πρόσωπα ανά κράτος μέλος, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές·

γ) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται σε επενδυτές οι οποίοι αποκτούν κινητές αξίες, με συνολική ανταλλακτική αξία τουλάχιστον 50 000 ευρώ ανά επενδυτή, για κάθε επιμέρους προσφορά·

δ) προσφορά κινητών αξιών των οποίων η ονομαστική αξία ανά μονάδα ανέρχεται σε τουλάχιστον 50 000 ευρώ·

ε) προσφορά κινητών αξιών με ανταλλακτική αξία μικρότερη από 100 000 ευρώ, όριο το οποίο υπολογίζεται σε περίοδο δώδεκα μηνών.

[…]»

10. Το άρθρο 4, παράγραφος 1, της οδηγίας αυτής απαριθμεί τα είδη κινητών αξιών των οποίων η δημόσια προσφορά εξαιρείται από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου.

11. Κατά το άρθρο 13, παράγραφοι 1 και 4, της εν λόγω οδηγίας:

«1. Το ενημερωτικό δελτίο δημοσιεύεται μόνο μετά την έγκρισή του από την αρμόδια αρχή του κράτους μέλους καταγωγής.

[…]

4. Εάν η αρμόδια αρχή έχει βάσιμους λόγους να θεωρήσει ότι τα υποβληθέντα έγγραφα δεν είναι πλήρη ή ότι απαιτούνται συμπληρωματικές πληροφορίες, οι αναφερόμενες στις παραγράφους 2 και 3 προθεσμίες υπολογίζονται μόνον από την ημερομηνία λήψης αυτών των συμπληρωματικών πληροφοριών από τον εκδότη, τον προσφέροντα ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά.

Στην περίπτωση που αναφέρεται στην παράγραφο 2, η αρμόδια αρχή θα πρέπει να απευθύνει κοινοποίηση στον εκδότη, εάν τα έγγραφα έχουν ελλείψεις, εντός δέκα εργάσιμων ημερών από την υποβολή της αίτησης.»

12. Το άρθρο 25, παράγραφος 1, της ίδιας οδηγίας ορίζει τα εξής:

«Με την επιφύλαξη του δικαιώματος των κρατών μελών να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις και χωρίς να θίγεται το εθνικό τους καθεστώς περί αστικής ευθύνης, τα κράτη μέλη μεριμνούν, σε συμφωνία με το εθνικό τους δίκαιο, για τη δυνατότητα λήψης των κατάλληλων διοικητικών μέτρων ή επιβολής διοικητικών κυρώσεων κατά των υπευθύνων προσώπων, σε περίπτωση που οι θεσπισθείσες διατάξεις κατά την εφαρμογή της παρούσας οδηγίας δεν είναι σύμφωνες με αυτή. Τα κράτη μέλη μεριμνούν ώστε τα μέτρα αυτά να είναι αποτελεσματικά, αναλογικά και αποτρεπτικά.»

3. Η οδηγία MiFID I

13. Οι αιτιολογικές σκέψεις 1 και 44, της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου[5], όπως τροποποιήθηκε από την οδηγία 2006/31/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 5ης Απριλίου 2006[6], έχουν ως εξής:

«(1) Η οδηγία [93/22] σκοπούσε να καθορίσει τους όρους υπό τους οποίους επιχειρήσεις επενδύσεων και τράπεζες που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας μπορούν να παρέχουν συγκεκριμένες υπηρεσίες ή να εγκαθιστούν υποκαταστήματα σε άλλα κράτη μέλη βάσει άδειας λειτουργίας χορηγούμενης από τη χώρα καταγωγής τους και υπό την εποπτεία της. Προς το σκοπό αυτό, η εν λόγω οδηγία επεδίωκε να εναρμονίσει τους αρχικούς όρους για τη χορήγηση άδειας και τη λειτουργία των επιχειρήσεων επενδύσεων, περιλαμβανομένων των κανόνων άσκησης των δραστηριοτήτων τους. Προέβλεπε επίσης την εναρμόνιση ορισμένων όρων λειτουργίας των ρυθμιζόμενων αγορών.

[…]

(44) Για να επιτευχθεί ο διττός στόχος της προστασίας των επενδυτών και της διασφάλισης της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών κινητών αξιών, πρέπει να εξασφαλίζεται ότι οι συναλλαγές διενεργούνται πράγματι με διαφάνεια και ότι οι κανόνες που θεσπίζονται για το σκοπό αυτό εφαρμόζονται στις επιχειρήσεις επενδύσεων όταν δραστηριοποιούνται στις αγορές. Για να παρέχεται στους επενδυτές και τους συμμετέχοντες στην αγορά η δυνατότητα να αποτιμούν ανά πάσα στιγμή τους όρους συγκεκριμένης συναλλαγής σε μετοχές, την οποία μελετούν, και να επαληθεύουν εκ των υστέρων τους όρους εκτέλεσής της, θα πρέπει να θεσπιστούν κοινοί κανόνες για τη δημοσίευση λεπτομερών πληροφοριών σχετικά με τις συναλλαγές σε μετοχές που ολοκληρώθηκαν, καθώς και την ανακοίνωση λεπτομερών πληροφοριών για τις τρέχουσες ευκαιρίες συναλλαγών σε μετοχές. Οι κανόνες αυτοί είναι αναγκαίοι για να εξασφαλισθεί η πραγματική ενοποίηση των αγορών μετοχών των κρατών μελών, η βελτίωση της αποτελεσματικότητας της συνολικής διαδικασίας διαμόρφωσης των τιμών των μετοχών και η διευκόλυνση της αποτελεσματικής τήρησης των υποχρεώσεων “βέλτιστης εκτέλεσης”. Για το σκοπό αυτό απαιτείται ένα συνολικό καθεστώς διαφάνειας που θα εφαρμόζεται σε όλες τις συναλλαγές σε μετοχές ανεξάρτητα από το εάν εκτελούνται από επιχείρηση επενδύσεων σε διμερή βάση ή μέσω ρυθμιζόμενων αγορών ή [πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)]. Οι βάσει της παρούσας οδηγίας

[5] ΕΕ 2004, L 145, σ. 1.

[6] ΕΕ 2006, L 114, σ. 60 (στο εξής: οδηγία MiFID I).

υποχρεώσεις των επιχειρήσεων επενδύσεων να ανακοινώνουν τιμή αγοράς και πώλησης και να εκτελούν την εντολή στην ανακοινωθείσα τιμή δεν απαλλάσσουν τις επιχειρήσεις επενδύσεων από την υποχρέωση να προωθούν την εντολή σε άλλο τόπο εκτέλεσης, αν η εν λόγω εσωτερικοποίηση θα μπορούσε να εμποδίσει την επιχείρηση να συμμορφωθεί με τις υποχρεώσεις βέλτιστης εκτέλεσης.»

14. Το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημεία 14, 17 και 18 της οδηγίας MiFID I ορίζει τα εξής:

«Για τους σκοπούς της παρούσας οδηγίας, νοούνται ως:

[…]

14) "ρυθμιζόμενη αγορά": πολυμερές σύστημα που το διευθύνει ή το εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων –εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια– κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/ή των συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου ΙΙΙ,

[…]

17) "χρηματοπιστωτικό μέσο": τα μέσα που προσδιορίζονται στο τμήμα Γ του Παραρτήματος Ι,

18) "κινητές αξίες": οι κατηγορίες κινητών αξιών που επιδέχονται διαπραγματεύσεως στην κεφαλαιαγορά, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής, και ιδίως:

α) μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιρειών, προσωπικών εταιρειών και άλλων οντοτήτων, καθώς και αποθετήρια έγγραφα μετοχών,

β) ομόλογα ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους καθώς και αποθετήρια έγγραφα τέτοιων κινητών αξιών,

γ) κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων μεταβιβάσιμων κινητών αξιών ή επιδεχόμενη διακανονισμού με ρευστά διαθέσιμα προσδιοριζόμενου κατ' αναφορά προς κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη.»

15. Το άρθρο 40, παράγραφος 1, της οδηγίας αυτής, προβλέπει τα εξής:

«Τα κράτη μέλη απαιτούν από τις ρυθμιζόμενες αγορές να εφαρμόζουν σαφείς και διαφανείς κανόνες για την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση.

Οι κανόνες αυτοί διασφαλίζουν ότι κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο που εισάγεται προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά επιδέχεται δίκαιης, ομαλής και αποτελεσματικής διαπραγμάτευσης και, προκειμένου, περί κινητών αξιών, ότι είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμο.»

16. Κατά το άρθρο 69 της εν λόγω οδηγίας:

«Η οδηγία [93/22] καταργείται με ισχύ από την 1η Νοεμβρίου 2007. Οι παραπομπές στην οδηγία [93/22] λογίζονται ως παραπομπές στην παρούσα οδηγία. Οι παραπομπές σε ορισμούς της οδηγίας [93/22] ή σε άρθρα της λογίζονται ως παραπομπές σε αντίστοιχο ορισμό της παρούσας οδηγίας ή σε άρθρο της.»

17. Το παράρτημα Ι της οδηγίας MiFID Ι καταρτίζει τον «[κ]ατάλογο υπηρεσιών και δραστηριοτήτων και χρηματοπιστωτικών μέσων». Στο τμήμα Γ του παραρτήματος αυτού, το οποίο απαριθμεί τα «[χ]ρηματοπιστωτικά μέσα», περιλαμβάνονται, στο σημείο 1, οι «[μ]εταβιβάσιμες κινητές αξίες».

4. Ο κανονισμός (ΕΚ) 809/2004

18. Το άρθρο 3, δεύτερο εδάφιο, του κανονισμού (ΕΚ) 809/2004[7], όπως τροποποιήθηκε από τον κανονισμό (ΕΚ) 1289/2008 της Επιτροπής, της 12 Δεκεμβρίου 2008[8], ορίζει τα εξής:

«Το ενημερωτικό δελτίο περιέχει τα απαιτούμενα πληροφοριακά στοιχεία που απαριθμούνται στα παραρτήματα Ι έως XVII ανάλογα με το είδος του εκδότη και την κατηγορία των κινητών αξιών […]».

Β. Το βελγικό δίκαιο

19. Το άρθρο 3, παράγραφος 1, του loi relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés (νόμου σχετικά με τις δημόσιες προσφορές επενδυτικών μέσων και την εισαγωγή επενδυτικών μέσων προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές), της 16ης Ιουνίου 2006[9], ορίζει τα εξής:

«Για την εφαρμογή του παρόντος νόμου, νοείται ως "δημόσια προσφορά" η ανακοίνωση, υπό οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται σε πρόσωπα και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της προσφοράς και τα προσφερόμενα επενδυτικά μέσα, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή για την αγορά αυτών των επενδυτικών μέσων και η οποία πραγματοποείται από το πρόσωπο που είναι σε θέση να εκδώσει ή να μεταβιβάσει τα επενδυτικά μέσα ή για λογαριασμό του.

Κάθε πρόσωπο που λαμβάνει άμεσα ή έμμεσα αμοιβή ή πλεονέκτημα λόγω της προσφοράς, τεκμαίρεται ότι ενεργεί για λογαριασμό του προσώπου που είναι σε θέση να εκδώσει ή να μεταβιβάσει τα επενδυτικά μέσα.»

[7] Κανονισμός της Επιτροπής της 29ης Απριλίου 2004 για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία, τη μορφή των ενημερωτικών δελτίων, την ενσωμάτωση πληροφοριών μέσω παραπομπής, τη δημοσίευση των ενημερωτικών δελτίων και τη διάδοση των σχετικών διαφημίσεων (ΕΕ 2004, L 149, σ. 1).

[8] ΕΕ 2008, L 340, σ. 17 (στο εξής: κανονισμός 809/2004).

[9] *Moniteur belge* της 21ης Ιουνίου 2006 (σ. 31352, στο εξής: νόμος της 16ης Ιουνίου 2006).

20. Το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημεία 1 και 10, του νόμου αυτού προβλέπει τα εξής:

«Για την εφαρμογή του παρόντος νόμου, ως “επενδυτικά προϊόντα” νοούνται:

1) οι κινητές αξίες·

[…]

10) τα άλλα μέσα που επιτρέπουν την πραγματοποίηση μιας επένδυσης χρηματοοικονομικής φύσεως, ανεξάρτητα από τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία.»

21. Κατά το άρθρο 5, παράγραφος 1, του εν λόγω νόμου:

«Για την εφαρμογή του παρόντος νόμου, ως “κινητές αξίες” νοούνται όλες οι κατηγορίες επενδυτικών μέσων που επιδέχονται διαπραγματεύσεως στην κεφαλαιαγορά (εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής), όπως:

1) μετοχές και άλλα επενδυτικά μέσα ισοδύναμα με μετοχές εταιρειών, προσωπικών εταιρειών και άλλων οντοτήτων, συμπεριλαμβανομένων των επενδυτικών μέσων που εκδίδονται από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, που έχουν συμβατική μορφή, ή τη μορφή trust, ως παραστατικά των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων στα περιουσιακά στοιχεία των οργανισμών αυτών καθώς και αποθετήρια έγγραφα μετοχών·

2) ομόλογα ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους ή δανείου συμπεριλαμβανομένων των αποθετηρίων εγγράφων τέτοιων τίτλων και των αποθετηρίων τίτλων ακίνητης περιουσίας·

3) κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων μεταβιβάσιμων κινητών αξιών ή επιδεχόμενη διακανονισμού με ρευστά διαθέσιμα προσδιοριζόμενου κατ’ αναφορά προς κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη.»

22. Ο τίτλος IV του νόμου της 16ης Ιουνίου 2006 αφορά «[τ]ο ενημερωτικό δελτίο». Στο κεφάλαιο 1 του τίτλου αυτού, που τιτλοφορείται «Υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου», το τμήμα 1, σχετικά με το «[π]εδίο εφαρμογής», περιλαμβάνει το άρθρο 17, το οποίο ορίζει τα εξής:

«Το παρόν κεφάλαιο εφαρμόζεται σε κάθε δημόσια προσφορά επενδυτικών μέσων που πραγματοποιείται στο βελγικό έδαφος και σε κάθε εισαγωγή επενδυτικών μέσων προς διαπραγμάτευση σε βελγική ρυθμιζόμενη αγορά.»

23. Στο τμήμα 2 του κεφαλαίου αυτού, τιτλοφορούμενο «Δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου», το άρθρο 20 του νόμου έχει ως εξής:

«Για κάθε πράξη του παρόντος κεφαλαίου απαιτείται η προηγούμενη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου από τον εκδότη, τον προσφέροντα ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, κατά περίπτωση.»

III. Το ιστορικό της διαφοράς της κύριας δίκης και το προδικαστικό ερώτημα

24. Η Holding Communal, πρώην «Crédit communal de Belgique», είχε συσταθεί αρχικά στις 24 Νοεμβρίου 1860, με σκοπό τη χρηματοδότηση των επενδύσεων των τοπικών αρχών στο Βέλγιο. Έχει ως μετόχους τους δήμους και τις επαρχίες του Βελγίου, μεταξύ των οποίων, τους Δήμους του Schaerbeek και του Linkebeek, οι οποίοι χρηματοδοτούνται από την ίδια.

25. Το 1996, η Crédit communal de Belgique συγχωνεύθηκε με την Crédit local de France, δημιουργώντας το Groupe Dexia. Δύο χρόνια αργότερα, η Crédit communal de Belgique μετατράπηκε σε εταιρία χαρτοφυλακίου και έλαβε την τρέχουσα επωνυμία της, Holding Communal. Η τελευταία αυτή εταιρία κατέχει σημαντική συμμετοχή στην ανώνυμη εταιρία Dexia και στην ανώνυμη εταιρία Dexia Banque, νυν Belfius Banque.

26. Στο πλαίσιο της οικονομικής κρίσης του 2008, η Holding Communal συμμετείχε στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ύψους 500 εκατομμυρίων ευρώ, της ανώνυμης εταιρίας Dexia. Προκειμένου να καταβληθεί η εγγραφή αυτή και μετά από την αποτυχία λήψης δανείου το καλοκαίρι του 2009, το διοικητικό συμβούλιο της Holding Communal αποφάσισε να αποταθεί στους μετόχους, προτείνοντάς τους, ιδίως, αύξηση κεφαλαίου μέσω εισφορών σε μετρητά προς έκδοση «σωρευτικών προνομιούχων Α» μετοχών (στο εξής: επίδικη πράξη αύξησης κεφαλαίου).

27. Τον Σεπτέμβριο του 2009, διοργανώθηκε ενημερωτική συνάντηση, κατά την οποία γνωστοποιήθηκαν στους μετόχους πληροφορίες και προσαρμόστηκε το χρονοδιάγραμμα της πράξης προκειμένου να ληφθεί υπόψη η ειδική διαδικασία λήψης αποφάσεων των δήμων και των επαρχιών. Στις 30 Σεπτεμβρίου 2009, κατά τη γενική συνέλευση, όλοι οι μέτοχοι της Holding Communal ενέκριναν την εν λόγω αύξηση κεφαλαίου. Όσον αφορά την επίδικη πράξη αύξησης κεφαλαίου, αποφασίστηκε η εγγραφή να πραγματοποιηθεί σε δύο στάδια. Ο Δήμος του Schaerbeek ενεγράφη για ποσό ύψους 8 161 689,60 ευρώ, κατά το πρώτο στάδιο, και για 1 359 011,84 ευρώ κατά το δεύτερο στάδιο, και η εγγραφή του χρηματοδοτήθηκε μέσω δανείου ύψους 8 161 698 ευρώ από την Dexia Banque. Όσον αφορά τον Δήμο του Linkebeek, η εγγραφή του ανερχόταν στο ποσό των 53 575,68 ευρώ σε έκαστο εκ των δύο σταδίων.

28. Στις 7 Δεκεμβρίου 2011, η έκτακτη γενική συνέλευση της Holding Communal αποφάσισε τη λύση και τη θέση σε εκκαθάριση της εταιρίας. Δεδομένου ότι δεν ήταν δυνατό να διανεμηθεί οποιοδήποτε προϊόν εκκαθαρίσεως, οι μέτοχοι απώλεσαν το σύνολο των εγγραφών τους.

29. Οι Δήμοι του Schaerbeek και του Linkebeek άσκησαν αγωγή κατά της Holding Communal ενώπιον του tribunal de commerce francophone de Bruxelles (γαλλόφωνου εμποροδικείου Βρυξελλών, Βέλγιο) με αίτημα την ακύρωση των εγγραφών τους στην επίδικη πράξη αύξησης λόγω παράβασης του νόμου της 16ης Ιουνίου 2006. Υποστήριξαν ότι πριν από την πρόσκληση στους μετόχους να εγγραφούν στην αύξηση κεφαλαίου, έπρεπε να είχε δημοσιευτεί ενημερωτικό δελτίο σύμφωνα με τον νόμο αυτόν. Το δικαστήριο αυτό έκρινε ότι ο εν λόγω νόμος, καθώς και η οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο, είχαν εφαρμογή στην προσφορά κινητών αξιών μόνον εφόσον αυτές επιδέχονται διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά και συμπέρανε ότι οι μετοχές της Holding Communal δεν συνιστούσαν κινητές αξίες διαπραγματεύσιμες σε τέτοια αγορά.

30. Η απόφαση επικυρώθηκε με απόφαση του cour d'appel de Bruxelles (εφετείου Βρυξελλών, Βέλγιο), της 12ης Απριλίου 2022, με την οποία κρίθηκε ότι ο νόμος της 16ης Ιουνίου 2006, με τον οποίο μεταφέρθηκε η οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο στην εσωτερική έννομη τάξη, διέπει την προσφορά κινητών αξιών μόνον εφόσον είναι διαπραγματεύσιμες στην κεφαλαιαγορά. Ωστόσο, οι μετοχές που εκδόθηκαν έναντι εισφορών σε μετρητά στην επίδικη πράξη αύξησης κεφαλαίου

αποτελούσαν κινητές αξίες μη διαπραγματεύσιμες στην κεφαλαιαγορά, δεδομένου ότι τις αξίες αυτές μπορούσαν να κατέχουν μόνο δημοτικοί και επαρχιακοί φορείς και η μεταβίβασή τους υπόκειτο στην έγκριση του διοικητικού συμβουλίου.

31. Οι Δήμοι του Schaerbeek και του Linkebeek άσκησαν αναίρεση κατά της αποφάσεως ενώπιον του Cour de cassation (Ανώτατου Ακυρωτικού Δικαστηρίου), και προβάλλουν ότι οι μετοχές των εταιριών εξακολουθούν να είναι διαπραγματεύσιμες στην κεφαλαιαγορά, ακόμη και αν η διαπραγμάτευση αυτή οδηγεί σε πράξη που περιορίζεται στις δημοτικές και επαρχιακές αρχές και υπόκειται στην έγκριση του διοικητικού συμβουλίου.

32. Υπό τις συνθήκες αυτές, το Cour de cassation (Ανώτατο Ακυρωτικό Δικαστήριο) αποφάσισε να αναστείλει την ενώπιόν του διαδικασία και να υποβάλει στο Δικαστήριο το εξής προδικαστικό ερώτημα:

«Κατ' ορθή ερμηνεία του άρθρου 2, παράγραφος 1, στοιχείο α', της οδηγίας [για το ενημερωτικό δελτίο], το οποίο παραπέμπει στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 18, της οδηγίας [MiFID I], εμπίπτουν στην έννοια της διαπραγματεύσιμης κινητής αξίας στην κεφαλαιαγορά οι μετοχές εταιρίας χαρτοφυλακίου τις οποίες δύνανται να κατέχουν μόνον επαρχίες και δήμοι και η εκχώρηση των οποίων υπόκειται σε έγκριση του διοικητικού συμβουλίου;»

33. Γραπτές παρατηρήσεις κατέθεσαν οι Δήμοι του Schaerbeek και του Linkebeek, η Holding Communal και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

IV. Ανάλυση

34. Με το προδικαστικό ερώτημα, το αιτούν δικαστήριο ερωτά το Δικαστήριο εάν οι μετοχές εταιριών χαρτοφυλακίου τις οποίες δύνανται να κατέχουν μόνον επαρχίες και δήμοι και η εκχώρηση των οποίων υπόκειται σε έγκριση του διοικητικού συμβουλίου αποτελούν διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες στην κεφαλαιαγορά των οποίων η δημόσια προσφορά απαιτεί την προηγούμενη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

35. Για να δοθεί απάντηση στο ερώτημα, πρέπει να επισημανθεί ότι, καθόσον κατά το άρθρο 3 της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο τα κράτη μέλη δεν επιτρέπουν να γίνεται καμία δημόσια προσφορά κινητών αξιών στο έδαφός τους πριν από τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου, είναι αναγκαίο να καθοριστεί τι νοείται, αφενός, ως «κινητές αξίες» και, αφετέρου, ως «δημόσια προσφορά».

36. Όσον αφορά τις έννοιες αυτές, υπενθυμίζεται ότι, κατά πάγια νομολογία, τόσο από τις απαιτήσεις της ομοιόμορφης εφαρμογής του δικαίου της Ένωσης όσο και από την αρχή της ισότητας συνάγεται ότι οι όροι διατάξεως του δικαίου της Ένωσης που δεν περιέχει ρητή παραπομπή στο δίκαιο των κρατών μελών για τον προσδιορισμό της έννοιας και του πεδίου εφαρμογής της πρέπει κατά κανόνα να ερμηνεύονται αυτοτελώς και ομοιόμορφα σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση, για την ερμηνεία δε αυτή πρέπει να λαμβάνεται υπόψη όχι μόνον το γράμμα της εκάστοτε διατάξεως, αλλά και το πλαίσιο στο οποίο αυτή εντάσσεται και οι σκοποί που επιδιώκονται με τη νομοθεσία της οποίας η οικεία διάταξη αποτελεί μέρος[10]. Εν προκειμένω, δεν υπάρχει ρητή παραπομπή στο δίκαιο των κρατών μελών, οπότε οι εν λόγω έννοιες πρέπει να ερμηνευτούν κατά τρόπο αυτοτελή και ενιαίο.

[10] Βλ. απόφαση της 30ής Απριλίου 2024, M.N. (EncroChat) (C-670/22, EU:C:2024:372, σκέψη 109 και εκεί μνημονευόμενη νομολογία).

37. Πρώτον, όσον αφορά την έννοια της «δημόσιας προσφοράς», το άρθρο 2, παράγραφος 1, στοιχείο δ′, της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο την ορίζει ως «ανακοίνωση, υπό οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται σε πρόσωπα και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της προσφοράς και τις προσφερόμενες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή για την αγορά αυτών των κινητών αξιών». Οι όροι που χρησιμοποιούνται είναι πολύ ευρείς, χωρίς περιορισμούς όσον αφορά τα πρόσωπα τα οποία αφορά ή την τυπική μορφή της ανακοίνωσης. Αντιθέτως, είναι αναγκαίο η ανακοίνωση αυτή να περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους απόκτησης των κινητών αξιών.

38. Εξάλλου, η οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο απαριθμεί ορισμένες κατηγορίες προσφορών για τις οποίες δεν ισχύει η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου λόγω της ιδιότητας των προσώπων στα οποία απευθύνεται η προσφορά, του ελάχιστου ποσού ατομικής επένδυσης ή μέγιστου ποσού της συνολικής προσφοράς (άρθρο 3, παράγραφος 2) ή ορισμένες κατηγορίες κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς ή εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά οι οποίες επίσης εξαιρούνται από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου (άρθρο 4). Θα μπορούσε να τεθεί το ζήτημα κατά πόσον η επίμαχη προσφορά πληρούσε τις προϋποθέσεις μίας εκ των εξαιρέσεων που προβλέπονται, μεταξύ άλλων, στο άρθρο 3, παράγραφος 2, στοιχείο β′ [11], στοιχείο γ′ [12], ή στοιχείο δ′ [13], της οδηγίας αυτής.

39. Από τις εξαιρέσεις αυτές προκύπτει ότι για προσφορά που απευθύνεται σε περισσότερα από 100 πρόσωπα, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές (οι οποίοι μπορούν να είναι εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις δυνάμει του άρθρου 2, παράγραφος 1, στοιχείο ε′, σημείο ii, της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο), ισχύει η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου. Ωστόσο, από τα στοιχεία που περιέχονται στην αίτηση προδικαστικής αποφάσεως δεν μπορεί να συναχθεί σε πόσους δήμους και σε πόσες επαρχίες απευθύνθηκε η προσφορά για την επίδικη πράξη αύξησης κεφαλαίου και αν οι επαρχίες συνιστούν περιφερειακές κυβερνήσεις κατά την έννοια της οδηγίας. Απόκειται στο αιτούν δικαστήριο να εξακριβώσει τα στοιχεία αυτά. Εν πάση περιπτώσει, το όριο των 100 προσώπων είναι πολύ χαμηλό και, εφόσον υπάρξει υπέρβασή του, πρέπει να δημοσιευθεί ενημερωτικό δελτίο.

40. Εξάλλου, η αίτηση προδικαστικής αποφάσεως δεν καθιστά δυνατό τον καθορισμό της συνολικής ανταλλακτικής αξίας των κινητών αξιών που αποκτήθηκαν από κάθε επενδυτή ή το ονομαστικό ποσό της προσφερόμενης κινητής αξίας. Δεν δύναται συνεπώς να διαπιστωθεί αν υπήρξε υπέρβαση του ορίου των 50 000 ευρώ, πέραν του οποίου δεν είναι υποχρεωτική η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου. Το αιτούν δικαστήριο οφείλει να προβεί στον σχετικό έλεγχο. Ωστόσο, αυτό καταδεικνύει, εξ αντιδιαστολής, ότι, μέχρι του υψηλού αυτού ορίου των 50 000 ευρώ ανά επενδυτή ή των 50 000 ευρώ το οποίο αντιστοιχεί στο ποσό της προσφερόμενης μετοχής, είναι αναγκαία η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

41. Επομένως, εξαιρουμένων των ειδικών αυτών προσφορών που προβλέπονται στα άρθρα 3 και 4 της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο, κάθε προσφορά κινητών αξιών πρέπει να θεωρείται ως δημόσια και πρέπει, ως εκ τούτου, να πραγματοποιείται κατόπιν δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου.

[11] Προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται σε λιγότερα από 100 φυσικά ή νομικά πρόσωπα ανά κράτος μέλος, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές.

[12] Προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται σε επενδυτές οι οποίοι αποκτούν κινητές αξίες, με συνολική ανταλλακτική αξία τουλάχιστον 50 000 ευρώ ανά επενδυτή, για κάθε επιμέρους προσφορά.

[13] Προσφορά κινητών αξιών των οποίων η ονομαστική αξία ανά μονάδα ανέρχεται σε τουλάχιστον 50 000 ευρώ.

42. Το πλαίσιο στο οποίο εντάσσεται η οδηγία αυτή επιβεβαιώνει την ευρεία αυτή ερμηνεία της έννοιας της «δημόσιας προσφοράς» για λόγους εναρμόνισης. Συγκεκριμένα, στην αιτιολογική σκέψη 5 της εν λόγω οδηγίας υπενθυμίζεται ότι στην αρχική της έκθεση της 9ης Νοεμβρίου 2000, η επιτροπή σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών υπογράμμιζε την έλλειψη κοινού ορισμού της δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών, «πράγμα το οποίο έχει ως αποτέλεσμα να θεωρείται η ίδια πράξη ως ιδιωτική τοποθέτηση σε ορισμένα κράτη μέλη και να αντιμετωπίζεται διαφορετικά σε άλλα». Η έλλειψη κοινού ορισμού της «δημόσιας προσφοράς» επισημάνθηκε επίσης στην τελική έκθεση της εν λόγω επιτροπής σοφών[14]. Επιπλέον, στην αιτιολογική έκθεση της πρότασης οδηγίας της Επιτροπής[15], υπενθυμίζεται, στο μέρος σχετικά με το άρθρο 2, ότι «η εισαγωγή του ορισμού της "δημόσιας προσφοράς" συνιστά σημαντική καινοτομία. Μετά την έκδοση της οδηγίας 89/298/ΕΟΚ [του Συμβουλίου, της 17ης Απριλίου 1989, για τον συντονισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες[16]], αποδείχτηκε ότι ήταν αδύνατο να επιτευχθεί συμφωνία για την καθιέρωση κοινού ορισμού (βλέπε αιτιολογική σκέψη αριθ. 7 της οδηγίας αυτής)». Κατά συνέπεια, από τη στιγμή που δημιουργείται ένας εναρμονισμένος ορισμός, οι εξαιρέσεις πρέπει να ερμηνεύονται στενά και το γράμμα του ορισμού πρέπει να ερμηνεύεται ευρέως.

43. Η έλλειψη αυτή ορισμού της έννοιας της «δημόσιας προσφοράς» είχε ως αποτέλεσμα για το ίδιο είδος προσφορών είτε να είναι υποχρεωτική η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου είτε όχι, ανάλογα με το κάθε κράτος μέλος, υπονομεύοντας επομένως την αποτελεσματικότητα της αγοράς εντός της Ένωσης. Η αποτελεσματικότητα αυτή όμως αποτελεί έναν εκ των σκοπών, μαζί με την προστασία των επενδυτών, της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο, όπως υπενθυμίζεται στην αιτιολογική σκέψη 10 της οδηγίας αυτής. Συγκεκριμένα, η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου πραγματοποιείται κατόπιν διαδικασίας αποτελούμενης από πολλά στάδια που περιγράφονται στο άρθρο 1, παράγραφος 1, της εν λόγω οδηγίας, ήτοι την κατάρτιση, την έγκριση και τη διανομή του ενημερωτικού δελτίου.

44. Ο σκοπός της αποτελεσματικότητας των αγορών επιτυγχάνεται με τη δημιουργία ενημερωτικού δελτίου δυνάμενου να χρησιμεύσει ως διαβατήριο εντός την Ένωσης, δεδομένου ότι στοιχειώδεις πληροφορίες της ίδιας φύσεως γνωστοποιούνται, μέσω της διανομής, για τα ίδια είδη προσφορών στους επενδυτές στην Ένωση και ότι, ως εκ τούτου, ένα μόνο ενημερωτικό δελτίο μπορεί να καταρτιστεί για μια προσφορά σε περισσότερα κράτη μέλη.

45. Η προστασία των επενδυτών προκύπτει, βεβαίως, από το γεγονός ότι οι ίδιες πληροφορίες θα παρασχεθούν στο σύνολο των δυνητικών επενδυτών, αλλά επίσης από το γεγονός ότι η αρμόδια αρχή που έχει οριστεί από το κράτος μέλος θα εγκρίνει ή όχι το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου αφού ζητήσει, κατά περίπτωση, συμπληρωματικές πληροφορίες, όπως προβλέπεται στο άρθρο 13, παράγραφοι 1 και 4, της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο. Επομένως, οι δυνητικοί επενδυτές έχουν τη βεβαιότητα ότι η αρχή αυτή έχει ελέγξει το δημοσιευμένο ενημερωτικό δελτίο.

46. Η επιδίωξη των δύο αυτών σκοπών σε συνδυασμό με τη γενική διατύπωση των όρων που χρησιμοποιούνται στον ορισμό της «δημόσιας προσφοράς» οδηγεί στο συμπέρασμα ότι προσφορά όπως η προτεινόμενη από την Holding Communal αποτελεί δημόσια προσφορά,

[14] Βλ. τελική έκθεση της επιτροπής σοφών για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών της 15ης Φεβρουαρίου 2001, διαθέσιμη στα αγγλικά στη διαδικτυακή διεύθυνση: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf (σ. 12 και 15).

[15] Πρόταση οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και το Συμβουλίου σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση [COM(2001) 280 τελικό].

[16] ΕΕ 1989, L 124, σ. 8.

ακόμη και αν φαίνεται να απευθύνεται στους υφιστάμενους μετόχους, υπό την επιφύλαξη ότι δεν εντάσσεται σε μία εκ των κατηγοριών δημόσιων προσφορών που εξαιρούνται από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου κατ' εφαρμογήν του άρθρου 3, παράγραφος 2, της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο.

47. Δεύτερον, όσον αφορά την έννοια των «κινητών αξιών», η έννοια αυτή ορίζεται στο άρθρο 2, παράγραφος 1, στοιχείο α', της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο κατά παραπομπή στον ορισμό που προβλέπεται στο άρθρο 1, σημείο 4 της οδηγίας 93/22.

48. Στην οδηγία αυτή, οι κινητές αξίες ορίζονταν ως «οι μετοχές και οι λοιπές αξίες οι εξομοιώσιμες με μετοχές, οι ομολογίες και οι λοιποί χρεωστικοί τίτλοι, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά και κάθε άλλη αξία η οποία συνήθως αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης που επιτρέπει την απόκτηση αυτών των κινητών αξιών με εγγραφή ή ανταλλαγή, ή παρέχει δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς, ενώ αποκλείονται τα μέσα πληρωμής». Επομένως, οι μετοχές αποτελούσαν αυτές καθεαυτές κινητές αξίες και δεν ήταν αναγκαίο να είναι διαπραγματεύσιμες στην κεφαλαιαγορά, αντιθέτως προς τις ομολογίες και τους λοιπούς χρεωστικούς τίτλους.

49. Ωστόσο, η οδηγία 93/22 καταργήθηκε, από 1ης Νοεμβρίου 2007, από την οδηγία MiFID I, της οποίας το άρθρο 69 ορίζει ότι «[ο]ι παραπομπές στην οδηγία [93/22] λογίζονται ως παραπομπές στην παρούσα οδηγία. Οι παραπομπές σε ορισμούς της οδηγίας [93/22] ή σε άρθρα της λογίζονται ως παραπομπές σε αντίστοιχο ορισμό της παρούσας οδηγίας ή σε άρθρο της». Δεδομένου ότι η οδηγία MiFID I ορίζει την έννοια των «κινητών αξιών», πρέπει να αναλυθεί ο ορισμός αυτός.

50. Το άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 18, της οδηγίας MiFID I ορίζει τις κινητές αξίες ως «[τις] κατηγορίες κινητών αξιών που επιδέχονται διαπραγματεύσεως στην κεφαλαιαγορά, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής» και παραθέτει κατάλογο παραδειγμάτων μεταξύ των οποίων «μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιρειών, προσωπικών εταιρειών και άλλων οντοτήτων, καθώς και αποθετήρια έγγραφα μετοχών». Με τον νέο αυτόν ορισμό, οι μετοχές συνιστούν «κινητές αξίες» κατά την έννοια της οδηγίας αυτής μόνον εφόσον επιδέχονται διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, αντιθέτως προς τα προβλεπόμενα από την οδηγία 93/22 και την πρόταση της Επιτροπής η οποία κατέληξε στην οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο[17]. Στο εξής, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η δυνατότητα διαπραγμάτευσης επί των μετοχών στην κεφαλαιαγορά προκειμένου να είναι δυνατός ο χαρακτηρισμός τους ως «κινητών αξιών» κατά την έννοια της οδηγίας MiFID I.

51. Πρώτον, από γραμματική άποψη, ο χαρακτηρισμός «κινητές αξίες» στηρίζεται επί δύο εννοιών: της «δυνατότητας διαπραγμάτευσης» και της «κεφαλαιαγοράς».

52. Αφενός, το επίθετο «διαπραγματεύσιμο» μπορεί να οριστεί ως αυτό που μπορεί να τύχει διαπραγμάτευσης, να αποτελέσει αντικείμενο διαπραγμάτευσης, και ειδικά στον τομέα του χρηματιστηρίου: λέγεται για κινητή αξία ή κρατικό αξιόγραφο που αποτελεί αντικείμενο τρεχουσών συναλλαγών και δεν υπόκειται σε κανέναν ιδιαίτερο περιορισμό[18].

[17] Βλ. άρθρο 2, παράγραφος 1, στοιχείο α', της πρότασης οδηγίας που μνημονεύεται στην υποσημείωση 15 των παρουσών προτάσεων: «Για τους σκοπούς της παρούσας οδηγίας, εφαρμόζονται οι ακόλουθοι ορισμοί: "κινητές αξίες": οι μετοχές εταιρειών και άλλοι μεταβιβάσιμοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιρειών, ομολογίες και άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους που είναι διαπραγματεύσιμοι σε οργανωμένη αγορά, καθώς και οποιοσδήποτε άλλος τίτλος συνήθως διαπραγματεύσιμος που παρέχει το δικαίωμα απόκτησης τέτοιου είδους μεταβιβάσιμων τίτλων με εγγραφή ή ανταλλαγή ή συνεπάγονται διακανονισμό τοις μετρητοίς.»

[18] Βλ. σχετικό λήμμα στο λεξικό *Dictionnaire de l'Académie française*.

53. Επομένως, η γραμματική ερμηνεία της λέξης «διαπραγματεύσιμο» παραπέμπει στη δυνατότητα εκχώρησης γενικά ή στην έλλειψη οποιουδήποτε ιδιαίτερου περιορισμού στην εκχώρηση. Ως εκ τούτου, δεν καθιστά δυνατή, αφεαυτής, την απάντηση στο ερώτημα του αιτούντος δικαστηρίου, δεδομένου ότι η έγκριση του διοικητικού συμβουλίου θα μπορούσε να θεωρηθεί ως περιορισμός στην εκχώρηση.

54. Αφετέρου, όσον αφορά την έννοια της «κεφαλαιαγοράς», στον χρηματιστηριακό τομέα αγορά σημαίνει διάφορες μορφές συμφωνιών που διέπουν τις συναλλαγές επί κινητών αξιών[19]. Επομένως, η κεφαλαιαγορά έχει έναν πολύ ευρύ ορισμό και δεν παραπέμπει μόνο στη ρυθμιζόμενη αγορά ή στην εισαγωγή στο χρηματιστήριο: παραπέμπει στην έννοια των συναλλαγών σε κατηγορία αγαθών, εν προκειμένω των κινητών αξιών.

55. Δεύτερον, κατά την ερμηνεία των εννοιών της «δυνατότητας διαπραγμάτευσης» και της «κεφαλαιαγοράς» πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το πλαίσιο εντός του οποίου χρησιμοποιούνται.

56. Επ' αυτού, στην αιτιολογική σκέψη 12 της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο αναφέρεται σαφώς ότι είναι αναγκαία «η πλήρης κάλυψη των μετοχικών και μη μετοχικών κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς ή εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, όπως ορίζεται στην οδηγία [93/22], και όχι μόνον η κάλυψη των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στα δελτία τιμών χρηματιστηρίου αξιών».

57. Εξάλλου, το άρθρο 3, δεύτερο εδάφιο, του κανονισμού 809/2004, για την εφαρμογή της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο, διευκρινίζει ότι το ενημερωτικό δελτίο περιέχει τα απαιτούμενα πληροφοριακά στοιχεία που απαριθμούνται στα παραρτήματα Ι έως XVII ανάλογα με το είδος του εκδότη και την κατηγορία των κινητών αξιών. Συγκεκριμένα, το σημείο 21.2.3 των παραρτημάτων Ι και Χ του εν λόγω κανονισμού προβλέπει ότι πρέπει να περιγράφονται οι περιορισμοί που συνδέονται με κάθε κατηγορία υφιστάμενων μετοχών. Με μεγαλύτερη ακόμη ακρίβεια, στο σημείο 4.8 του παραρτήματος ΙΙΙ του ίδιου κανονισμού επιβάλλεται η περιγραφή τυχόν περιορισμών στην ελεύθερη μεταβίβαση των κινητών αξιών[20]. Η ίδια υποχρέωση περιγραφής υφίσταται στην περίπτωση συμφωνίας υποχρεωτικής διακράτησης κινητών αξιών: το ενημερωτικό δελτίο πρέπει να ονοματίζει τα ενδιαφερόμενα μέρη, να περιγράφει το περιεχόμενο της συμφωνίας και τις εξαιρέσεις που περιλαμβάνει και να αναφέρει την περίοδο υποχρεωτικής διακράτησης[21].

58. Εντούτοις, όπως επισημαίνει η Επιτροπή, τέτοιοι περιορισμοί ή τέτοιες συμφωνίες υποχρεωτικής διακράτησης δεν θα πρέπει να έχουν ως αποτέλεσμα την αδυναμία ή την εξαιρετική δυσχέρεια εκχώρησης, διότι, στην περίπτωση αυτή, οι κινητές αξίες δεν θα μπορούσαν να θεωρηθούν διαπραγματεύσιμες. Τέτοια περίπτωση μπορεί να υπάρξει όταν η εκχώρηση σε τρίτον είναι αδύνατη, ο μόνος δε που μπορεί να αποκτήσει την εκδοθείσα κινητή αξία είναι ο εκδότης.

59. Ως εκ τούτου, είναι σαφές ότι, στο πλαίσιο της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο, περιορισμοί στη δυνατότητα διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών, ακόμη και συμφωνίες υποχρεωτικής διακράτησης, δεν εμποδίζουν αφεαυτών το να εμπίπτουν οι σχετικοί τίτλοι στον

[19] Βλ. *Dictionnaire de l'Académie française*.

[20] Το ίδιο ισχύει για ορισμένο αριθμό άλλων κινητών αξιών: βλ. παράρτημα V, σημείο 4.13, παράρτημα Χ, σημεία 27.10 και 28.10, παράρτημα XII, σημείο 4.1.10, παράρτημα XIII, σημείο 4.14, καθώς και παράρτημα XIV, σημείο 1.8, του κανονισμού 809/2004.

[21] Βλ. παράρτημα ΙΙΙ, σημείο 7.3, και παράρτημα Χ, σημείο 27.14, του κανονισμού 809/2004.

ορισμό των κινητών αξιών για τις οποίες είναι υποχρεωτική η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς, υπό την προϋπόθεση ωστόσο ότι οι εν λόγω περιορισμοί και συμφωνίες δεν καθιστούν την εκχώρηση αδύνατη ή εξαιρετικά δυσχερή.

60. Στο πλαίσιο της οδηγίας 93/22, της οποίας ο ορισμός των κινητών αξιών αντικαταστάθηκε από τον ορισμό που περιλαμβάνεται στην οδηγία MiFID I, εφαρμοστέα εν προκειμένω, πρέπει να ισχύσει η ίδια ερμηνεία, ήτοι μια ευρεία θεώρηση της έννοιας των «κινητών αξιών». Συγκεκριμένα, μολονότι η ενδέκατη αιτιολογική σκέψη της οδηγίας 93/22 υπενθύμιζε ότι ο ορισμός των κινητών αξιών ήταν ευρύτατος, διευκρίνιζε ωστόσο επίσης ότι ο ορισμός αυτός αφορούσε μόνον τους διαπραγματεύσιμους τίτλους και ότι, συνεπώς, δεν κάλυπτε τις μετοχές η μεταβίβαση της κυριότητας των οποίων ήταν πρακτικά δυνατή μόνο δια της εξαγοράς τους από τον οργανισμό που τις εξέδωσε, όπως οι «Building societies» ή οι «Industrial and Provident societies». Πρόκειται για ακόμη ένα ενδεχόμενο, που εξετάζεται για ορισμένα κρυπτοστοιχεία [22].

61. Εξάλλου, ακόμη και αν αφορά την εισαγωγή σε ρυθμιζόμενη αγορά, το άρθρο 40, παράγραφος 1, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας MiFID I προβλέπει ότι οι κινητές αξίες πρέπει να μπορούν να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες στην αγορά αυτή.

62. Η θεώρηση αυτή ενισχύθηκε από την ίδια την Επιτροπή σε κατάλογο συχνών ερωτήσεων σχετικά με την οδηγία. Επισήμανε, στο πλαίσιο αυτό, ότι η ουσία του ορισμού των κινητών αξιών συνίστατο στο να είναι, ως κατηγορία, διαπραγματεύσιμες στις κεφαλαιαγορές [23]. Προσέθεσε, όσον αφορά τις αγορές αυτές, ότι ο ορισμός τους περιελάμβανε όλες τις περιπτώσεις όπου συνυπάρχουν συμφέροντα πωλητών και αγοραστών τίτλων [24].

63. Από την ερμηνεία αυτή προκύπτει, λαμβανομένου υπόψη του πλαισίου, ότι οι περιορισμοί στη δυνατότητα διαπραγμάτευσης των μετοχών της Holding Communal που συνίστανται στην ανάγκη έγκρισης από το διοικητικό συμβούλιο για την εκχώρηση των μετοχών της σε περιορισμένο αριθμό κατηγοριών προσώπων (τις επαρχίες και τους δήμους) δεν είναι ικανοί να εμποδίσουν, κατ' αρχήν, οποιαδήποτε δυνατότητα μεταξύ τους διαπραγμάτευσης επί των μετοχών, εκτός εάν το αιτούν δικαστήριο διαπιστώσει ότι υπάρχει αδυναμία ή εξαιρετική δυσχέρεια στην πραγματοποίηση της εκχώρησης. Εξάλλου, εκτιμώ ότι υπάρχει κεφαλαιαγορά για τις μετοχές αυτές λόγω του πλήθους των νομικών προσώπων που μπορούν να γίνουν μέτοχοι. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή επισημαίνει ότι υπάρχουν 581 δήμοι και 10 επαρχίες στο Βέλγιο: πρόκειται για νομικά πρόσωπα που είναι μέτοχοι ή είναι πιθανό να γίνουν μέτοχοι αγοράζοντας μετοχές που ανήκουν σε άλλους μετόχους. Ωστόσο, όπως υπενθύμισα στο σημείο 39 των παρουσών προτάσεων, πέραν των 100 δυνητικών επενδυτών, η οδηγία για το

[22] Πρβλ. «Consultation paper on the draft guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments» (29 Ιανουαρίου 2024) της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA), διαθέσιμο στα αγγλικά στη διαδικτυακή διεύθυνση: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf (σημείο 109).

[23] Βλ. «Ερωτήσεις – απαντήσεις της Επιτροπής σχετικά με την οδηγία MiFID I», διαθέσιμες στη διαδικτυακή διεύθυνση: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-01/mifid-2004-0039-commission-questions-answers_en0.pdf (σ. 22): «Η ουσία του ορισμού των κινητών αξιών που διαλαμβάνεται στο άρθρο 4, σημείο 18, της οδηγίας MiFID I, συνίσταται στο ότι, ως κατηγορία, είναι διαπραγματεύσιμες στις κεφαλαιαγορές. […] Οι συμμετοχές σε προσωπικές εταιρίες των οποίων οι μετοχές δεν είναι "διαπραγματεύσιμες στις κεφαλαιαγορές" δεν είναι ισοδύναμες με τις διαπραγματεύσιμες μετοχές. Ο καθοριστικός παράγοντας είναι συνεπώς το αν οι συμμετοχές αυτές σε προσωπικές εταιρίες και σε εταιρίες περιορισμένης ευθύνης είναι διαπραγματεύσιμες στις κεφαλαιαγορές. Εάν οι επίμαχοι τίτλοι είναι τέτοιας φύσεως ώστε να μπορούν να επιδέχονται διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε MTF [(ΠΜΔ)], πρόκειται για ισχυρή ένδειξη ότι αποτελούν κινητές αξίες, ακόμη και αν οι ατομικοί τίτλοι δεν αποτελούν πράγματι αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Αντιστρόφως, αν δεν επιδέχονται διαπραγμάτευσης σε τέτοια πολυμερή συστήματα, τούτο μπορεί να υποδεικνύει ότι δεν πρόκειται για κινητές αξίες, αλλά η διαπίστωση αυτή δεν οδηγεί σε βέβαια συμπεράσματα. […] Το νόημα της δυνατότητας διαπραγμάτευσης περιλαμβάνει την έννοια ότι ο τίτλος είναι διαπραγματεύσιμος. Εάν περιορισμοί στη μεταβίβαση εμποδίζουν τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης επί του τίτλου σε τέτοιο πλαίσιο, δεν πρόκειται για κινητή αξία.» (ελεύθερη μετάφραση).

[24] Βλ. μνημονευόμενες στην υποσημείωση 23 των παρουσών προτάσεων «Ερωτήσεις – απαντήσεις» (σ. 1).

ενημερωτικό δελτίο προβλέπει ότι πρέπει να καταρτιστεί ενημερωτικό δελτίο, πράγμα που επιβεβαιώνει το γεγονός ότι ο μικρός αριθμός των μετόχων, και συνεπώς το περιορισμένο μέγεθος της δευτερογενούς αγοράς, όπου οι μετοχές μεταπωλούνται, δεν εμποδίζει, αυτό καθεαυτό, να θεωρηθεί ότι οι μετοχές είναι διαπραγματεύσιμες. Οι μετοχές αυτές εμπίπτουν, ως εκ τούτου, στον ορισμό των κινητών αξιών των οποίων η δημόσια προσφορά επιβάλλει τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

64. Τρίτον, οι έννοιες της «δυνατότητας διαπραγμάτευσης» και της «κεφαλαιαγοράς» πρέπει να ερμηνεύονται με γνώμονα τους σκοπούς της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο και της οδηγίας MiFID I, που περιέχουν τον ορισμό των κινητών αξιών.

65. Όπως υπομνήσθηκε στο σημείο 43 των παρουσών προτάσεων, η οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο επιδιώκει δύο σκοπούς: τη διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Τους ίδιους σκοπούς επιδιώκει και η οδηγία MiFID I [25].

66. Ως εκ τούτου, οι εν λόγω σκοποί συνηγορούν υπέρ της αποδοχής ενός ευρέος ορισμού της «δυνατότητας διαπραγμάτευσης» και της «κεφαλαιαγοράς», δεδομένου ότι το ενημερωτικό δελτίο διασφαλίζει καλύτερη πληροφόρηση των επενδυτών, καθόσον πρέπει να προβλέπονται οι ίδιες στοιχειώδεις πληροφορίες στο ενημερωτικό δελτίο, το περιεχόμενο του οποίου ελέγχεται από εθνική αρχή, και μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα της αγοράς, διότι ένα ενημερωτικό δελτίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε περισσότερα κράτη μέλη.

67. Το Δικαστήριο έχει ήδη κρίνει ότι από τις αιτιολογικές σκέψεις 10, 18 και 19 της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο προκύπτει ότι σκοπός της οδηγίας αυτής είναι «να διασφαλίσ[ει] την προστασία των επενδυτών και την αποτελεσματικότητα της αγοράς», ότι η πλήρης πληροφόρηση «συνιστ[ά] αποτελεσματικ[ό] μέσ[ο] για τη βελτίωση της εμπιστοσύνης στις κινητές αξίες και, επομένως, συμβάλλ[ει] στην ομαλή λειτουργία και ανάπτυξη των αγορών κινητών αξιών», καθώς και ότι «απαιτούνται σε όλα τα κράτη μέλη διασφαλίσεις για την προστασία των συμφερόντων των παρόντων και δυνητικών επενδυτών ώστε [αυτοί] να έχουν τη δυνατότητα να προβαίνουν σε εμπεριστατωμένη εκτίμηση των […] κινδύνων [τους οποίους συνεπάγεται η επένδυση σε κινητές αξίες] και να είναι σε θέση να λαμβάνουν πλήρως ενημερωμένοι τις επενδυτικές τους αποφάσεις» [26].

68. Έκρινε επίσης ότι, λαμβανομένων υπόψη των εν λόγω σκοπών, η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου αποβλέπει, αφενός, στο να παράσχει στους επενδυτές τη δυνατότητα να εκτιμούν τους κινδύνους που συναρτώνται με τις πράξεις δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους προς διαπραγμάτευση ώστε να λαμβάνουν πλήρως ενημερωμένοι τις σχετικές αποφάσεις και, αφετέρου, στο να μη διασαλευτεί η ομαλή λειτουργία των οικείων αγορών από ενδεχόμενες ανωμαλίες [27].

69. Στην υπόθεση επί της οποίας εκδόθηκε η απόφαση της 17ης Σεπτεμβρίου 2014, Almer Beheer et Daedalus Holding [28], το Δικαστήριο στηρίχτηκε στους εν λόγω σκοπούς για να κρίνει ότι σε αναγκαστικό πλειστηριασμό κινητών αξιών κατόπιν εντολής δανειστή δεν ήταν υποχρεωτική η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου, δεδομένου ότι ο πλειστηριασμός αυτός δεν είχε τους ίδιους σκοπούς με τους επιδιωκόμενους από την οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο. Εντούτοις, παρόμοια συλλογιστική δεν μπορεί να ισχύσει στο πλαίσιο του υποβληθέντος στο Δικαστήριο

[25] Βλ. αιτιολογικές σκέψεις 5, 44 και 71 της οδηγίας MiFID I.

[26] Βλ. απόφαση της 17ης Σεπτεμβρίου 2014, Almer Beheer et Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, σκέψη 31)

[27] Βλ. απόφαση της 17ης Σεπτεμβρίου 2014, Almer Beheer et Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, σκέψη 33)

[28] Απόφαση C-441/12 (EU:C:2014:2226).

ερωτήματος στην υπό κρίση υπόθεση, δεδομένου ότι, αφενός, η πώληση πραγματοποιήθηκε υπό κανονικές συνθήκες, χωρίς ένδικη διαδικασία κατόπιν εντολής τρίτου και, αφετέρου, η εταιρία Holding Communal ήταν υπεύθυνη για την κατάρτιση του πιθανού ενημερωτικού δελτίου ως εκδότρια των κινητών αξιών και είχε όλες τις αναγκαίες πληροφορίες για την κατάρτιση αυτή.

70. Επομένως η τελολογική ερμηνεία συνηγορεί υπέρ της αποδοχής μιας ευρείας θεώρησης των εννοιών της «δυνατότητας διαπραγμάτευσης» και της «κεφαλαιαγοράς».

71. Ως εκ τούτου οι μετοχές της Holding Communal που μπορούν να εκχωρηθούν μόνο σε επαρχίες και δήμους του Βελγίου εφόσον συμφωνήσει το διοικητικό συμβούλιο εμπίπτουν στην κατηγορία των κινητών αξιών υπό την έννοια της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο και πριν από την έκδοσή τους θα έπρεπε να είχε δημοσιευτεί ενημερωτικό δελτίο, στο μέτρο που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο συναλλαγής μεταξύ 581 δήμων και 10 επαρχιών.

72. Ωστόσο, εναπόκειται στο αιτούν δικαστήριο να βεβαιωθεί για πολλά ζητήματα: πρώτον, ότι πληρούνται ή όχι οι προϋποθέσεις των εξαιρέσεων που προβλέπονται στο άρθρο 3, παράγραφος 2, της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο, δεύτερον, ότι οι προϋποθέσεις έγκρισης του διοικητικού συμβουλίου και των εκχωρήσεων οι οποίες δύνανται να πραγματοποιηθούν μόνο μεταξύ επαρχιών και δήμων του Βελγίου δεν καθιστούν αδύνατη ή εξαιρετικά δυσχερή οποιαδήποτε εκχώρηση λόγω άλλων στοιχείων τα οποία δεν περιλαμβάνονται στην αίτηση προδικαστικής αποφάσεως, και, τρίτον, ότι, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 25, παράγραφος 1, της οδηγίας αυτής τα διοικητικά μέτρα ή διοικητικές κυρώσεις που επιβάλλονται από τα κράτη μέλη σε περίπτωση μη τήρησης των διατάξεων της εν λόγω οδηγίας έχουν αποτελεσματικό, αναλογικό και αποτρεπτικό χαρακτήρα.

73. Λαμβάνοντας υπόψη το σύνολο των στοιχείων αυτών, προτείνω να δοθεί στο αιτούν δικαστήριο η απάντηση ότι κατ' ορθή ερμηνεία του άρθρου 2, παράγραφος 1, στοιχείο α', της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο η έννοια της «διαπραγματεύσιμης κινητής αξίας στην κεφαλαιαγορά» περιλαμβάνει τις μετοχές εταιρίας χαρτοφυλακίου τις οποίες δύνανται να κατέχουν μόνον επαρχίες και δήμοι και η εκχώρηση των οποίων υπόκειται σε έγκριση του διοικητικού συμβουλίου, υπό την επιφύλαξη ότι οι περιορισμοί αυτοί δεν καθιστούν τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης επί των μετοχών αυτών στην κεφαλαιαγορά αδύνατη ή εξαιρετικά δυσχερή.

V. Πρόταση

74. Λαμβανομένων υπόψη των προεκτεθέντων, προτείνω στο Δικαστήριο να απαντήσει στο προδικαστικό ερώτημα που υπέβαλε το Cour de cassation (Ανώτατο Ακυρωτικό Δικαστήριο, Βέλγιο) ως εξής:

Κατ' ορθή ερμηνεία του άρθρου 2, παράγραφος 1, στοιχείο α', της οδηγίας 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Νοεμβρίου 2003, σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή

την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ, όπως τροποποιήθηκε από την οδηγία 2008/11/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Μαρτίου 2008:

η έννοια της «διαπραγματεύσιμης κινητής αξίας στην κεφαλαιαγορά» περιλαμβάνει τις μετοχές εταιρίας χαρτοφυλακίου τις οποίες δύνανται να κατέχουν μόνον επαρχίες και δήμοι και η εκχώρηση των οποίων υπόκειται σε έγκριση του διοικητικού συμβουλίου, υπό την επιφύλαξη ότι οι περιορισμοί αυτοί δεν καθιστούν τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης επί των μετοχών αυτών στην κεφαλαιαγορά αδύνατη ή εξαιρετικά δυσχερή.