SENTENZA TAL-QORTI TAL-ĠUSTIZZJA (Ir-Raba' Awla)

9 ta' Jannar 2025 *

"Rinviju għal deċiżjoni preliminari – Direttiva 2003/71/KE – Prospett li għandu jiġi ppubblikat fil-każ ta' offerta ta' titoli lill-pubbliku jew ammissjoni ta' titoli għall-kummerċ – Artikolu 2(1)(a) – Kunċett ta' 'titoli' – Artikolu 3 – Obbligu li jiġi ppubblikat prospett – Titoli negozjabbli fis-swieq kapitali – Azzjonijiet ta' kumpannija holding li jistgħu jinżammu biss minn ċerti awtoritajiet amministrattivi territorjali ta' Stat Membru – Trasferiment ta' azzjonijiet li jeħtieġ l-awtorizzazzjoni tal-bord tad-diretturi tal-kumpannija holding"

Fil-Kawża C-627/23,

li għandha bħala suġġett talba għal deċiżjoni preliminari skont l-Artikolu 267 TFUE, imressqa mill-Cour de cassation (il-Belġju), permezz ta' deċiżjoni tad-29 ta' Settembru 2023, li waslet fil-Qorti tal-Ġustizzja fit-13 ta' Ottubru 2023, fil-proċedura

**Commune de Schaerbeek,**

**Commune de Linkebeek**

vs

**Holding Communal SA**

IL-QORTI TAL-ĠUSTIZZJA (Ir-Raba' Awla),

komposta minn C. Lycourgos, President tat-Tielet Awla, li qiegħed jaġixxi bħala President tar-Raba' Awla, S. Rodin (Relatur) u O. Spineanu-Matei, Imħallfin,

Avukat Ġenerali: J. Richard de la Tour,

Reġistratur: A. Calot Escobar,

wara li rat il-proċedura bil-miktub,

wara li kkunsidrat l-osservazzjonijiet ippreżentati:

– għall-Komuni ta' Schaerbeek u ta' Linkebeek, minn M. Grégoire, avocate,

– għal Holding Communal SA, minn P. A. Foriers, avocat,

* Lingwa tal-kawża: il-Franċiż.

– għall-Kummissjoni Ewropea, minn C. Auvret u P. A. Messina, bħala aġenti,

wara li semgħet il-konklużjonijiet tal-Avukat Ġenerali, ippreżentati fis-seduta tal-5 ta' Settembru 2024,

tagħti l-preżenti

## Sentenza

1 It-talba għal deċiżjoni preliminari tirrigwarda l-interpretazzjoni tal-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva 2003/71/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-4 ta' Novembru 2003 dwar il-prospett li għandu jiġi ppubblikat meta titoli jiġu offruti lill-pubbliku jew jiġu ammessi għall-kummerċ u li temenda d-Direttiva 2001/34/KE (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 6, Vol. 6, p. 356, rettifika fil-ĠU 2014, L 218, p. 8), kif emendata bid-Direttiva 2008/11/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-11 ta' Marzu 2008 (ĠU 2008, L 76, p. 37) (iktar 'il quddiem id-"Direttiva dwar il-'prospett'").

2 Din it-talba tressqet fil-kuntest ta' tilwima bejn, minn naħa, il-komuni ta' Schaerbeek u ta' Linkebeek (il-Belġju) u, min-naħa l-oħra, Holding Communal SA, fir-rigward tal-legalità tas-sottoskrizzjoni, minn dawn il-komuni, għal żieda fil-kapital ta' Holding Communal, fejn din is-sottoskrizzjoni ma kinitx ippreċeduta mill-pubblikazzjoni ta' prospett.

## Il-kuntest ġuridiku

### *Id-dritt tal-Unjoni*

*Id-Direttiva dwar il-"prospett"*

3 Id-Direttiva dwar il-"prospett" ġiet imħassra, b'effett mill-21 ta' Lulju 2019, bir-Regolament (UE) 2017/1129 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-14 ta' Ġunju 2017 dwar il-prospett li għandu jiġi ppubblikat meta titoli jiġu offruti lill-pubbliku jew jiġu ammessi għall-kummerċ f'suq regolat (ĠU 2017, L 168, p. 12). Madankollu, fid-dawl tad-data ta' meta seħħew il-fatti fil-kawża prinċipali, id-dispożizzjonijiet ta' din id-direttiva jibqgħu applikabbli għal din it-tilwima.

4 Il-premessi 10, 12 u 16 tal-imsemmija direttiva kienu jistipulaw:

"(10) Il-mira ta' din id-Direttiva u tal-miżuri tagħha ta' implimentazzjoni huma li jiżguraw il-protezzjoni ta' l-investitur u l-effikaċja tas-suq, skond l-istandards regolatorji għolja adottati fil-fora internazzjonali rilevanti.

[…]

(12) Hija wkoll meħtieġa kopertura sħiħa tas-sigurtajiet ta' ekwità u li mhumiex ta' ekwità offruti lill-pubbliku jew ammessi għall-kummerċ fis-swieq regolati kif iddefiniti bid-Direttiva tal-Kunsill 93/22/KEE tal-10 ta' Mejju 1993 dwar is-servizzi ta' l-investiment fil-kamp tat-titoli [ta' investiment fil-qasam ta' titoli, (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 6, Vol 2, p. 43)], u mhux biss it-titoli li jkunu ġew ammessi fil-listi uffiċjali tal-Borża, sabiex

jiġi protett l-investitur. Id-definizzjoni wiesgħa tat-titoli f'din id-Direttiva, li tinkludi l-mandati, il-mandati koperti u ċ-ċertifikati, hija valida biss għal din id-Direttiva u b'konsegwenza ta' dan b'ebda mod ma taffettwa d-definizzjonijiet varji ta' l-istrumentri finanzjarji wżati fil-leġislazzjoni nazzjonali għal għanijiet oħra, bħalma hi t-tassazzjoni. […]

[…]

(16) Wieħed mill-għanijiet ta' din id-Direttiva huwa li jipproteġi lill-investituri. Huwa għalhekk approprjat li jitqiesu l-ħtiġiet differenti għall-protezzjoni tal-kategoriji varji ta' investituri u l-livell tal-kompetenza tagħhom. L-iżvelar ipprovdut mill-prospett mhux meħtieġ għall-offerti limitati għall-investituri kwalifikati. B'kuntratt ma' dan, kull bejgħ mill-ġdid lill-pubbliku jew il-kummerċ pubbliku permezz ta' l-ammissjoni għall-kummerċ f'suq regolat jeħtieġu l-pubblikazzjoni ta' prospett."

5 L-Artikolu 1(2)(b) u (d) tal-istess direttiva kien jipprevedi li:

"Din id-Direttiva ma għandhiex tapplika għal:

[…]

(b) it-titoli ta' mingħajr ekwità maħruġa minn Stat Membru jew mill-awtoritajiet lokali jew reġjonali ta' Stat Membru, minn korpi pubbliċi internazzjonali li tagħhom ikunu membri Stat Membru jew iktar, mill-Bank Ċentrali Ewropew u mill-banek ċentrali ta' l-Istati Membri;

[…]

(d) it-titoli ggarantiti mingħajr kondizzjonijiet u b'mod irrevokabbli minn Stat Membru jew minn waħda mill-awtoritajiet reġjonali jew lokali ta' Stat Membru".

6 L-Artikolu 2(1)(a), (b), (d), (e) u (f) tad-Direttiva dwar il-"prospett" kien jipprovdi:

"Għall-għanijiet ta' din id-Direttiva, għandhom japplikaw id-definizzjonijiet li ġejjin:

(a) 'titoli' tfisser it-titoli trasferibbli kif iddefiniti bl-Artikolu 1(4) tad-Direttiva [93/22/KEE] bl-eċċezzjoni ta' l-istrumenti tas-swieq tal-flus kif definiti bl-Artikolu 1(5) [tad-direttiva msemmija l-aħħar], li jkollhom maturità ta' inqas minn 12-il xahar. Għal dawn l-istrumen[t]i tista' tapplika l-leġislazzjoni nazzjonali;

(b) 'titoli ta' ekwità' tfisser l-ishma [azzjonijiet] u t-titoli l-oħra trasferibbli ekwivalenti għall-ishma fil-kumpaniji, kif ukoll kull tip ieħor ta' titoli trasferibbli li jagħtu d-dritt li jinkiseb kull wieħed mit-titoli m[s]emmij hawn fuq bħala konsegwenza li jkunu jistgħu jiġu kkonvertiti jew li jiġu eżerċitati minnhom id-drittijiet ikkonferiti minnhom, sakemm it-titoli tat-tip ta' l-aħħar jinħarġu minn min joħroġ l-ishma ta' sostenn jew minn entità li tappartjeni għall-grupp imsemmi ta' min joħroġhom;

[…]

(d) 'offerta tat-titoli lill-pubbliku' tfisser komunikazzjoni lil persuni f'kull għamla u b'kull mezz, li tippreżenta tagħrif biżżejjed dwar it-termini ta' l-offerta u dwar it-titoli li jkunu sejrin jiġu offerti, hekk li jgħinu lill-investitur li jiddeċiedi dwar dawn it-titoli li jixtrihom jew jissottoskrivihom. Din id-definizzjoni għandha tapplika wkoll għat-tqegħid tat-titoli permezz ta' intermedjarji finanzjarji;

(e) 'investituri kwalifikati' tfisser
(i) l-entitajiet legali [persuni ġuridiċi] li jkunu awtrorizzati jew regolati sabiex joperaw fis-swieq finanzjarji […]
(ii) il-gvernijiet nazzjonali u reġjonali, […]
(iii) entitjiet legali oħra li ma jissodisfawx tnejn mit-tliet kriterji dikjarati fil-paragrafu (f);
(iv) ċerti persuni naturali [fiżiċi]: […]
(v) ċerti [impriżi żgħar u ta' daqs medju]: bla ħsara għar-rikonoxximent reċiproku, Stat Membru jista' jagħżel li jawtorizza lill-SMEs li jkollhom l-uffiċċju reġistrat tagħhom f'dan l-Istat Membru u li jitolbu espressament li jiġu kkunsidrati bħala investituri kwalifikati;

(f) 'intrapriżi żgħar u ta' daqs medju' tfisser il-kumpaniji li, skond l-aħħar kontijiet annwali jew ikkonsolidati tagħhom, jissodisdaw [jissodisfaw] mill-inqas tnejn mit-tliet kriterji li ġejjin: numru medju ta' impjegati inqas minn 250 matul is-sena finanzjarja, karta tal-bilanċ totali li ma taqbiżx il-EUR 43000000 u turnover annwali nett li ma jaqbiżx il-EUR 50000000".

7 Skont il-kliem tal-Artikolu 3(1) u (2) tad-Direttiva dwar il-"prospett":

"1. L-Istati Membri ma għandhom jippermettu li ssir ebda offerta ta' titoli lill-pubbliku fit-territorju tagħhom mingħajr il-pubblikazzjoni minn qabel ta' prospett.

2. L-obbligu li jiġi ppubblikat prospett ma għandux japplika għat-tipi ta' offerta li ġejjin:

(a) offerta għat-titoli indirizzata lill-investituri kkwalifikati biss; u/jew

(b) offerta għat-titoli indirizzata lil inqas minn 100 persuna naturali jew legali għal kull Stat Membru, għajr għall-investituri kkwalifikati; u/jew

(ċ) offerta għat-titoli indirizzata lil investituri li jiksbu titoli għal ammont totali ta' mill-inqas EUR 50000 kull investitur, għal kull offerta separata;

(d) offerta għat-titoli li d-denominazzjoni tagħhom għal kull unità tammonta għal mill-inqas EUR 50000; u/jew

(e) offerta tat-titoli b'ammont totali ta' inqas min EUR 100000, liema limitu għandu jiġi kkalkolat fuq perjodu taż-żmien ta' 12-il xahar.

[…]"

8 L-Artikolu 4(1)(d) ta' din id-direttiva kien jipprevedi:

"l-obbligu li jiġi ppubblikat prospett ma għandux japplika għall-offerti tat-titoli lill-pubbliku rigward it-tipi ta' titoli li ġejjin:

[…]

(d) l-ishma [azzjonijiet] offruti, assenjati jew li jridu jiġu assenjati mingħajr ħlas lill-azzjonisti eżistenti, u d-dividendi jiġu mħallsa fil-għamla ta' ishma ta' l-istess klassi bħall-ishma li rigward tagħhom jitħallsu dawn id-dividendi, sakemm ikun disponibbli dokument li jkun fih it-tagħrif dwar in-numru u n-natura ta' l-ishma u r-raġunijiet u d-dettalji ta' l-offerta".

*Id-Direttiva MiFID I*

9 Id-Direttiva 2004/39/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-21 ta' April 2004 dwar is-swieq fl-istrumenti finanzjarji li temenda d-Direttivi tal-Kunsill 85/611/KEE u 93/6/KEE u d-Direttiva 2000/12/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill u li tħassar id-Direttiva tal-Kunsill 93/22/KEE (ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 6, Vol 7, p. 263) (iktar 'il quddiem id-"Direttiva MiFID I"), kif emendata bid-Direttiva 2006/31/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-5 ta' April 2006 (ĠU 2006, L 114, p. 60), ġiet imħassra, b'effett mit-3 ta' Jannar 2018, bid-Direttiva 2014/65/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, tal-15 ta' Mejju 2014, dwar is-swieq fl-istrumenti finanzjarji u li temenda d-Direttiva 2002/92/KE u d-Direttiva 2011/61/UE (ĠU 2014, L 173, p. 349 u rettifiki fil-ĠU 2016, L 188, p. 28, ĠU 2016, L 273, p. 35, ĠU 2017, L 64, p. 116 u ĠU 2021, L 410, p. 201), kif emendata bid-Direttiva (UE) 2016/1034 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-23 ta' Ġunju 2016 (ĠU 2016, L 175, p. 8). Madankollu, fid-dawl tad-data ta' meta seħħew il-fatti inkwistjoni fil-kawża prinċipali, id-dispożizzjonijiet tad-direttiva MiFID I jibqgħu applikabbli għal din it-tilwima.

10 Il-premessi 2 u 44 ta' din id-direttiva kienu jistabbilixxu:

"(2) Dawn l-aħħar snin iktar investituri saru attivi fis-swieq finanzjarji u qegħdin jiġu offruti sett saħansitra iktar kumpless u mifrux fil-wisa' rigward servizzi u strumenti. Bil-ħsieb ta' dawn l-iżviluppi, il-qafas legali tal-Komunità għandu jiġbor il-firxa sħiħa ta' l-attivitajiet orjentati lejn l-investitur. Għal dan il-fini, huwa meħtieġ li jiġi pprovvdut il-grad ta' armonizzazzjoni meħtieġ sabiex joffri lill-investituri livell għoli ta' protezzjoni u sabiex id-ditti ta' l-nvestiment jitħallew jipprovdu servizzi ġewwa l-Komunità kollha, ġaladarba hi Suq Waħdieni, fuq il-bażi tas-sorveljanza tal-pajjiż tal-post. Bil-ħsieb ta' hawn fuq, id-Direttiva 93/22/KEE għandha tiġi mibdula b'Direttiva ġdida.

[…]

(44) Bil-mira doppja li jiġu protetti l-investituri u li jiġi żgurat l-operat bla xkiel tas-swieq tat-titoli, huwa meħtieġ li jiġi żgurat illi tinkiseb t-trasparenza tat-transazzjonijiet u li r-regoli stabbiliti għal dan il-għan japplikaw għad-ditti ta' l-investiment meta joperaw fis-swieq. […]"

11 Il-punt 18 tal-Artikolu 4(1) tad-Direttiva MiFID I kien jipprevedi:

"Għall-għanijiet ta' din id-Direttiva, għandhom japplikaw id-definizzjonijiet li ġejjin:

[…]

18) 'Titoli trasferibbli' ifissru dawk il-klassijiet ta' titoli li huma negozjabbli fis-suq tal-kapital, bl-eċċezzjoni ta' l-istrumenti tal-ħlas, bħal:
(a) ishma [azzjonijiet] f'kumpanniji jew titoli oħra ekwivalenti għall-ishma f'kumpanniji, sħubijiet [kumpanniji tat-tip ta' soċjetà] jew entitajiet oħra, u l-irċevuti depożitarji rigward l-ishma [iċ-ċertifikati li jirrappreżentaw l-ishma];

[…]"

12 L-Artikolu 40(1) ta' din id-direttiva kien jipprovdi:

"L-Istati Membri għandhom jeħtieġu li s-swieq irregolati jkollhom regoli ċari u trasparenti rigward l-ammissjoni għall-kummerċ ta' l-istrumenti finanzjarji.

Dawn ir-regoli għandhom jiżguraw illi kull strument finanzjarju ammess għall-kummerċ f'suq irregolat ikun kapaċi li jiġi kkummerċjat [negozjati] f'manjiera ġusta, bl-ordni u effiċjenti u, fil-każ tat-titoli trasferibbli jkunu jistgħu jiġu kkummerċjati fil-libertà."

13 Skont il-kliem tal-Artikolu 69 tal-imsemmija direttiva:

"Id-Direttiva 93/22/KEE hija b'dan imħassra b'effett mill-1 ta' Novembru 2007. Ir-referenzi għad-Direttiva 93/22/KEE għandhom jiġu mifhuma bħala referenzi għal din id-Direttiva. Ir-referenzi għat-termini definiti fid-Direttiva 93/22/KEE, jew għall-Artikoli tagħha, […] għandhom jiġu mifhuma bħala referenzi għat-terminu ekwivalenti definit f'din id-Direttiva jew għall-Artikolu ekwivalenti tagħha."

### *Id-dritt Belġjan*

14 Il-loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés (il-Liġi tas-16 ta' Ġunju 2006 li Tirrigwarda l-Offerti lill-Pubbliku ta' Strumenti ta' Investiment u l-Ammissjoni ta' Strumenti ta' Investiment għall-Kummerċ fis-Swieq Irregolati) (Moniteur belge tal-21 ta' Ġunju 2006, p. 31352) ittrasponiet, fid-dritt Belġjan, b'mod partikolari d-Direttiva dwar il-"prospett". Skont l-Artikolu 5(1)(1) ta' din il-liġi, għall-finijiet tal-applikazzjoni tagħha, "titoli" tfisser il-"kategoriji kollha ta' strumenti ta' investiment negozjabbli fis-suq tal-kapital (bl-eċċezzjoni ta' strumenti ta' ħlas), bħalma huma […] l-azzjonijiet ta' kumpanniji u strumenti oħra ta' investiment ekwivalenti għal azzjonijiet ta' kumpanniji, ta' kumpanniji tat-tip ta' soċjetà jew ta' entitajiet oħra, inkluż l-istrumenti ta' investiment maħruġa minn organi ta' investiment kollettiv, f'forma kuntrattwali jew ta' trust, li jirrappreżentaw id-drittijiet tal-parteċipanti fuq l-assi ta' dawn l-organi, kif ukoll iċ-ċertifikati li jirrappreżentaw l-azzjonijiet".

## It-tilwima fil-kawża prinċipali u d-domanda preliminari

15 Holding Communal ġiet inizjalment ikkostitwita fl-24 ta' Novembru 1860, taħt l-isem "Crédit communal de Belgique", għall-finanzjament tal-investimenti tal-awtoritajiet lokali fil-Belġju. L-azzjonisti tagħha huma l-komuni u l-provinċji Belġjani, fosthom, b'mod partikolari, il-Komuni ta' Schaerbeek u ta' Linkebeek.

16 Matul is-sena 1996, il-Crédit communal de Belgique ġiet amalgamata ma' Crédit local de France u minn din l-amalgamazzjoni twieled Groupe Dexia. Matul is-sena 1998, il-Crédit communal de Belgique ġiet ikkonvertita f'kumpannija holding u ħadet l-isem attwali tagħha, Holding Communal. Din tal-aħħar għandha b'mod partikolari sehem kunsiderevoli f'Dexia SA.

17 Fil-kuntest tal-kriżi finanzjarja tas-sena 2008, Holding Communal ipparteċipat f'żieda fil-kapital ta' din il-kumpannija, fl-ammont ta' EUR 500 miljun. Sabiex ikun jista' jħallas din is-sottoskrizzjoni u wara li naqas li jikseb self matul is-sajf tal-2009, il-Bord tad-Diretturi ta'

Holding Communal iddeċieda li jdur fuq l-azzjonisti u pproponielhom, b'mod partikolari, żieda fil-kapital b'kontribuzzjonijiet fi flus li jagħtu lok għal ħruġ ta' azzjonijiet "kumulattivament ipprivileġġjati A".

18 Fix-xahar ta' Settembru 2009, ġiet organizzata laqgħa ta' informazzjoni, li matulha ġiet ikkomunikata informazzjoni lill-azzjonisti. Il-kalendarju tat-tranżazzjoni ta' żieda fil-kapital ġie, barra minn hekk, aġġustat sabiex jittieħed inkunsiderazzjoni l-proċess deċiżjonali tal-komuni u tal-provinċji.

19 Fit-30 ta' Settembru 2009, waqt il-laqgħa ġenerali ta' Holding Communal, l-azzjonisti ta' din il-kumpannija approvaw din iż-żieda fil-kapital. Għal dak li jikkonċerna l-imsemmija żieda fil-kapital, dawn l-azzjonisti ddeċidew li s-sottoskrizzjoni kellha ssir f'żewġ rawnds. Il-komun ta' Schaerbeek issottoskriva għal din iż-żieda fl-ammont ta' EUR 8 161 689.60, fl-ewwel rawnd, u ta' EUR 1 359 011.84, fit-tieni rawnd. Fir-rigward tal-komun ta' Linkebeek, is-sottoskrizzjoni tiegħu kienet ta' ammont ta' EUR 53 575.68 f'kull wieħed miż-żewġ rawnds.

20 Fis-7 ta' Diċembru 2011, il-laqgħa ġenerali straordinarja ta' Holding Communal iddeċidiet ix-xoljiment u t-tqegħid fi stralċ ta' din il-kumpannija. Peress li wara l-istralċ ma kien hemm ebda bilanċ li setgħa jiġi ddistribwit, l-azzjonisti tilfu s-sottoskrizzjonijiet kollha tagħhom, jiġifieri kemm dawk li għalihom huma kienu qablu qabel iż-żieda fil-kapital kif ukoll dawk sottoskritti fit-30 ta' Settembru 2009 u li kienu ġew imħallsa.

21 Il-Komuni ta' Schaerbeek u ta' Linkebeek ippreżentaw rikors kontra Holding Communal quddiem it-tribunal de commerce francophone de Bruxelles (il-Qorti Kummerċjali ta' Brussell bil-lingwa Franċiża, il-Belġju) intiż għall-annullament tas-sottoskrizzjonijiet tagħhom għaż-żieda fil-kapital inkwistjoni, minħabba ksur tal-Liġi tas-16 ta' Ġunju 2006. Dawn il-komuni sostnew li, qabel l-istedina tal-azzjonisti sabiex jissottoskrivu għal din iż-żieda fil-kapital, kellu jiġi ppubblikat prospett skont din il-liġi.

22 Dik il-qorti qieset li, l-istess bħad-Direttiva dwar il-"prospett", l-imsemmija liġi kienet tirregola l-offerta ta' titoli biss sa fejn tali titoli jkunu negozjabbli fis-suq tal-kapital, li ma kienx il-każ tal-azzjonijiet ta' Holding Communal.

23 Din id-deċiżjoni ġiet ikkonfermata mill-cour d'appel de Bruxelles (il-Qorti tal-Appell ta' Brussell, il-Belġju), permezz ta' sentenza tat-12 ta' April 2022. Dik il-qorti b'mod partikolari ddeċidiet li l-azzjonijiet maħruġa bħala korrispettiv għall-kontribuzzjonijiet fi flus ma kinux titoli negozjabbli fis-suq tal-kapital, peress li setgħu jinżammu biss minn awtoritajiet komunali u provinċjali u li t-trasferiment tagħhom kien suġġett għall-approvazzjoni tal-Bord tad-Diretturi.

24 Il-komuni ta' Schaerbeek u ta' Linkebeek ippreżentaw appell ta' kassazzjoni kontra dik is-sentenza quddiem il-Cour de cassation (il-Qorti tal-Kassazzjoni, il-Belġju), li hija l-qorti tar-rinviju, billi sostnew li t-titoli li l-offerta tagħhom lil persuni għandha tagħti lok għall-pubblikazzjoni minn qabel ta' prospett ikopru, mingħajr restrizzjoni, l-"azzjonijiet ta' kumpanniji", irrispettivament minn jekk it-trasferiment ta' dawn l-azzjonijiet huwiex, jew le, suġġett għal restrizzjonijiet, bħan-neċessità ta' approvazzjoni tal-bord tad-diretturi, jew minn jekk il-persuni kkonċernati jifformawx parti, jew le, minn kategorija speċifika, bħal awtoritajiet komunali jew provinċjali.

25 Dik il-qorti tosserva, f'dan ir-rigward, li l-eżitu ta' dan l-appell jiddependi mill-interpretazzjoni tal-kunċett ta' "titoli", imsemmi fl-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva dwar il-"prospett".

26 F'dawn iċ-ċirkustanzi, il-Cour de cassation (il-Qorti tal-Kassazzjoni) iddeċidiet li tissospendi l-proċeduri u li tagħmel lill-Qorti tal-Ġustizzja d-domanda preliminari li ġejja:

"L-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva [dwar il-'prospett'] li huwa stess jirreferi għall-punt 18 tal-Artikolu 4(1) tad-Direttiva [MiFID I], għandu jiġi interpretat fis-sens li l-kunċett ta' titolu trasferibbli li jista' jiġi kkummerċjalizzat [nnegozjat] fis-suq tal-kapital jinkludi l-azzjonijiet ta' kumpannija holding li jistgħu jinżammu biss mill-provinċji u mill-komuni u li t-trasferiment tagħhom huwa suġġett għall-approvazzjoni mill-Bord tad-Diretturi?"

## Fuq id-domanda preliminari

27 Permezz tad-domanda tagħha, il-qorti tar-rinviju tistaqsi, essenzjalment, jekk l-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva dwar il-"prospett" għandux jiġi interpretat fis-sens li azzjonijiet ta' kumpannija li jistgħu jinżammu biss mill-provinċji u mill-komuni ta' Stat Membru u li t-trasferiment tagħhom huwa suġġett għall-awtorizzazzjoni tal-Bord tad-Diretturi ta' din il-kumpannija jaqgħux taħt il-kunċett ta' "titoli", fis-sens ta' din id-direttiva.

28 Għandu jitfakkar li, skont ġurisprudenza stabbilita, għall-finijiet tal-interpretazzjoni ta' dispożizzjoni tad-dritt tal-Unjoni, ma għandux jittieħed inkunsiderazzjoni biss il-kliem tagħha iżda wkoll il-kuntest li minnu tifforma parti u l-għanijiet imfittxija mil-leġiżlazzjoni li tagħmel parti minnha (sentenza tad-29 ta' Frar 2024, Eesti Vabariik (Põllumajanduse Registrite ja Informatsiooni Amet), C-437/22, EU:C:2024:176, punt 48 u l-ġurisprudenza ċċitata).

29 F'dan ir-rigward, għandu jiġi osservat, l-ewwel nett, li, skont il-formulazzjoni tal-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva dwar il-"prospett", il-kunċett ta' "titoli", fis-sens ta' din id-direttiva, ikopri "titoli trasferibbli kif iddefiniti bl-Artikolu 1(4) tad-Direttiva [93/22/KEE] bl-eċċezzjoni ta' l-istrumenti tas-swieq tal-flus […] li jkollhom maturità ta' inqas minn 12-il xahar".

30 Għalkemm huwa ċertament minnu li d-Direttiva 93/22/KEE tħassret bid-Direttiva MiFID I, din tal-aħħar tipprevedi, fl-Artikolu 69 tagħha, li "[i]r-referenzi għat-termini ddefiniti fid-Direttiva 93/22/KEE, jew għall-Artikoli tagħha, għandhom jiġu mifhuma bħala referenzi għat-terminu ekwivalenti definit [fid-Direttiva MiFID I] jew għall-Artikolu ekwivalenti tagħha".

31 Issa, abbażi tal-punt 18 tal-Artikolu 4(1) tad-Direttiva MiFID I l-kunċett ta' "titoli" ikopri "dawk il-klassijiet ta' titoli li huma negozjabbli fis-suq tal-kapital, bl-eċċezzjoni ta' l-istrumenti tal-ħlas", bħalma huma l-"ishma [azzjonijiet] f'kumpanniji jew titoli oħra ekwivalenti għall-ishma f'kumpanniji, sħubijiet [kumpanniji tat-tip ta' soċjetà] jew entitajiet oħra, u l-irċevuti depożitarji rigward l-ishma [iċ-ċertifikati li jirrappreżentaw l-ishma]", imsemmija fil-punt (a) ta' din id-dispożizzjoni.

32 Għalhekk, konformement mal-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva dwar il-"prospett", moqri flimkien mal-punt 18 tal-Artikolu 4(1) tad-Direttiva MiFID I, il-kunċett ta' "titoli", fis-sens tad-Direttiva dwar il-"prospett", ikopri t-"titoli li huma negozjabbli fis-suq tal-kapital". F'dan ir-rigward, din id-dispożizzjoni ma tipprovdix preċiżazzjonijiet dwar is-sens tat-termini "titoli negozjabbli" u "suq tal-kapital", ħlief il-preċiżazzjoni li dawn it-termini ma jkoprux l-istrumenti tal-ħlas. Għalkemm il-punt 18 tal-Artikolu 4(1) tad-Direttiva MiFID I jinkludi, ċertament, eżempji ta' titoli li huma koperti minn dan il-kunċett, li fosthom hemm l-azzjonijiet ta' kumpanniji, madankollu huwa la jsemmi r-restrizzjonijiet speċifiċi dwar il-karatteristiċi tal-persuni li għandhom dawn it-titoli u lanqas ma jsemmi eventwali limitazzjonijiet għal dawn it-trasferimenti.

33 Konsegwentement, it-termini "titoli negozjabbli fis-suq tal-kapital", fis-sens tal-punt 18 tal-Artikolu 4(1) tad-Direttiva MiFID I, u, għaldaqstant, il-kunċett ta' "titoli", fis-sens tad-Direttiva dwar il-"prospett", għandhom, hekk kif osserva l-Avukat Ġenerali fil-punt 59 tal-konklużjonijiet tiegħu, jiġu interpretati b'mod wiesa', fis-sens li dan il-kunċett ikopri titoli bħalma huma azzjonijiet ta' kumpanniji, sakemm it-trasferiment tagħhom ma jkunx suġġett għal restrizzjonijiet li jagħmlu n-negozjabbiltà tagħhom fis-suq tal-kapital, jiġifieri bejn l-offerenti ta' tali titoli u l-investituri potenzjali, impossibbli jew estremament diffiċli.

34 It-tieni nett, din l-interpretazzjoni hija kkorroborata mill-kuntest li minnu jifforma parti l-kunċett ta' "titoli", fis-sens tad-Direttiva dwar il-"prospett".

35 F'dan ir-rigward, għandu jitfakkar li l-Artikolu 40(1) tad-Direttiva MiFID I jeżiġi li s-swieq irregolati jistabbilixxu regoli ċari u trasparenti dwar l-ammissjoni għall-kummerċ tal-istrumenti finanzjarji, li jiggarantixxu li kull strument finanzjarju ammess għall-kummerċ f'suq irregolat ikun jista' jiġi nnegozjat b'mod ġust, ordnat u effiċjenti u, fil-każ tat-titoli, li dawn ikunu jistgħu jiġu nnegozjat liberament. Min-naħa l-oħra, l-Artikolu 2(1)(d) tad-Direttiva dwar il-"prospett" jiddefinixxi l-kunċett ta' "offerta tat-titoli lill-pubbliku" bħala "komunikazzjoni lil persuni f'kull għamla u b'kull mezz, li tippreżenta tagħrif biżżejjed dwar it-termini ta' l-offerta u dwar it-titoli li jkunu sejrin jiġu offerti, hekk li jgħinu lill-investitur li jiddeċiedi dwar dawn it-titoli li jixtrihom jew jissottoskrivihom".

36 Għalhekk, minn dawn id-dispożizzjonijiet mhux biss talli jirriżulta li t-titoli jistgħu jiġu nnegozjati liberament fis-swieq irregolati iżda wkoll li dawn jistgħu sempliċement jiġu offruti f'kundizzjonijiet li jqiegħdu lil investitur f'pożizzjoni li jiddeċiedi li jixtrihom jew li jissottoskrivi għalihom. Minn dan jirriżulta li hija l-possibilità li t-titoli jiġu nnegozjati bejn offerenti u investituri potenzjali li tikkostitwixxi l-karatteristika essenzjali tat-titoli u mhux in-negozjabbiltà mingħajr restrizzjonijiet tagħhom fis-suq kapitali, madankollu n-negozjabbiltà msemmija l-ewwel ma għandhiex tkun ristretta b'tali mod li din tkun impossibbli jew estremament diffiċli.

37 Interpretazzjoni wiesgħa tal-kunċett ta' "titoli" tirriżulta wkoll mill-preamboli tad-Direttiva MiFID I u tad-Direttiva dwar il-"prospett". Fil-fatt, minn naħa, mill-premessa 2 tad-Direttiva MiFID I jirriżulta li dan għandu jiġbor taħtu l-attivitajiet kollha offruti lill-investituri. Min-naħa l-oħra, skont il-premessa 12 tad-Direttiva dwar il-"prospett", din tadotta, sabiex tiżgura l-protezzjoni tal-investituri, definizzjoni wiesgħa tal-kunċett ta' "titoli" u tkopri t-titoli kollha ta' ekwità kif ukoll it-titoli mingħajr ekwità offruti lill-pubbliku jew ammessi għall-kummerċ fis-swieq irregolati.

38 It-tielet nett, l-interpretazzjoni adottata fil-punt 33 ta' din is-sentenza hija konformi mal-għanijiet imfittxija mid-Direttiva MiFID I u mid-Direttiva dwar il-"prospett", li, skont il-premessa 44 tal-ewwel waħda u skont il-premessa 10 tat-tieni waħda, huma l-protezzjoni tal-investituri u l-garanzija tal-funzjonament tajjeb tas-swieq (f'dak li jirrigwarda d-Direttiva dwar il-"prospett", ara, f'dan is-sens, is-sentenza tat-3 ta' Ġunju 2021, Bankia, C-910/19, EU:C:2021:433, punt 30 u l-ġurisprudenza ċċitata). Fil-fatt, l-interpretazzjoni li tgħid li l-kunċett ta' "titoli", fis-sens ta' dawn id-direttivi, ikopri, b'mod partikolari, l-azzjonijiet f'kumpannija sakemm dawn ma jkunux suġġetti għal restrizzjonijiet li jrendu n-negozjar tagħhom bejn offerenti ta' titoli u investituri potenzjali impossibbli jew estremament diffiċli, tippermetti l-applikazzjoni tal-mekkaniżmi previsti mill-imsemmija direttivi, li jikkontribwixxu għar-realizzazzjoni fuq skala kbira taż-żewġ għanijiet imsemmija iktar 'il fuq fis-swieq kapitali li fihom jistgħu jkunu attivi l-investituri.

39 F'dan il-każ, mid-deċiżjoni tar-rinviju jirriżulta li l-azzjonijiet tal-kumpannija inkwistjoni fil-kawża prinċipali setgħu jinżammu biss mill-provinċji u mill-komuni tal-Istat Membru kkonċernat u li t-trasferiment tagħhom huwa suġġett għall-approvazzjoni tal-Bord tad-Diretturi ta' din il-kumpannija. Bla ħsara għall-verifiki li għandhom jitwettqu mill-qorti tar-rinviju, ma jidhirx li tali azzjonijiet huma suġġetti għal restrizzjonijiet li jrendu n-negozjar tagħhom bejn offerenti ta' titoli u investituri potenzjali impossibbli jew estremament diffiċli, peress li dawn ir-restrizzjonijiet ma jipprekludux li dawn l-azzjonijiet jiġu nnegozjati ma numru mdaqqas ta' investituri potenzjali, u dan minkejja l-eventwalità li l-offerta ma twassalx għat-trasferiment tal-azzjonijiet inkwistjoni, xi ħaġa li tista', barra minn hekk, tiġri wkoll f'każ ta' offerti relatati ma titoli ta' kumpannija li t-trasferiment tagħhom ma huwiex suġġett għall-approvazzjoni tal-Bord tad-Diretturi.

40 Barra minn hekk, din il-kunsiderazzjoni tippermetti li ssir distinzjoni bejn is-sitwazzjoni inkwistjoni fil-kawża prinċipali u dik inkwistjoni fil-kawża li tat lok għas-sentenza tas-17 ta' Settembru 2014, Almer Beheer u Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, punti 35 u 36). Fil-fatt, dik il-kawża kienet tirrigwarda bejgħ ta' titoli li, peress li seħħ fil-kuntest ta' proċedura ta' eżekuzzjoni forzata, kien imbiegħed ħafna mis-sitwazzjonijiet normali ta' nnegozjar ta' tali titoli, peress li dan ma kienx intiż bħala parteċipazzjoni f'attività ekonomika fis-suq ta' dawn it-titoli, iżda kien limitata għas-sodisfazzjoni tad-drittijiet ta' kreditur li jitlob l-eżekuzzjoni.

41 Fid-dawl tal-indikazzjonijiet esposti fit-talba għal deċiżjoni preliminari, li jgħidu li t-tilwima fil-kawża prinċipali essenzjalment tirrigwarda l-kwistjoni ta' jekk stedina għas-sottoskrizzjoni ta' azzjonijiet ta' kumpannija li jistgħu jinżammu biss mill-provinċji u mill-komuni ta' Stat Membru u li t-trasferiment tagħhom huwa suġġett għall-awtorizzazzjoni tal-Bord tad-Diretturi ta' din il-kumpannija hijiex suġġetta għall-obbligu ta' pubblikazzjoni minn qabel ta' prospett previst fl-Artikolu 3(1) tad-Direttiva dwar il-"prospett", sabiex il-qorti tar-rinviju tingħata risposta li tkun kompletament utli għas-soluzzjoni tal-imsemmija tilwima, għandu jiġi ddeterminat jekk stedina għas-sottoskrizzjoni ta' tali azzjonijiet tikkostitwixxix offerta "lill-pubbliku" fis-sens ta' dan l-Artikolu 3(1).

42 Skont il-kliem tal-Artikolu 3(1) tad-Direttiva dwar il-"prospett", l-"Istati Membri ma għandhom jippermettu li ssir ebda offerta ta' titoli lill-pubbliku fit-territorju tagħhom mingħajr il-pubblikazzjoni minn qabel ta' prospett". Madankollu skont il-paragrafu (2) ta' dan l-artikolu, dan l-obbligu ma japplikax għal ċerti kategoriji ta' offerti ta' titoli, fosthom il-kategorija msemmija fil-punt (a) ta' dan il-paragrafu, li tkopri kull offerta ta' titoli "indirizzata lill-investituri kkwalifikati biss".

43 F'dan ir-rigward għandu l-ewwel nett jiġi osservat, hekk kif jagħmel l-Avukat ġenerali fil-punt 37 tal-konklużjonijiet tiegħu, li d-definizzjoni tal-kunċett ta' "offerta ta' titoli lill-pubbliku", li t-termini tagħha huma mfakkra fil-punt 35 ta' din is-sentenza, hija fformulata b'mod wiesa', mingħajr restrizzjoni fir-rigward tal-persuni kkonċernati minn tali offerta jew il-modalitajiet tal-forom ta' komunikazzjoni ta' din l-offerta.

44 It-tieni nett, filwaqt li, skont l-Artikolu 4(1)(d) tad-Direttiva dwar il-"prospett", l-obbligu li jiġi ppubblikat prospett ma japplikax għall-offerti lill-pubbliku li jirrigwardaw azzjonijiet offruti, assenjati jew li jridu jiġu assenjati mingħajr ħlas lill-azzjonisti eżistenti, tali eċċezzjoni ma hijiex prevista meta offerta ta' sottoskrizzjoni ta' azzjonijiet ta' kumpannija tkun indirizzata, bi ħlas, biss lill-azzjonisti ta' din il-kumpannija.

45 It-tielet nett, għandu jiġi enfasizzat li l-premessa 16 tad-Direttiva dwar il-"prospett" tindika espliċitament li din id-direttiva tagħmel distinzjoni bejn il-bżonnijiet ta' protezzjoni tad-diversi kategoriji ta' investituri, b'mod partikolari skont il-livell ta' kompetenza tagħhom u, għalhekk, ma tipprevedix l-obbligu li jiġi ppubblikat prospett fil-każ ta' offerta limitata għall-investituri kkwalifikati, fis-sens tal-imsemmija direttiva.

46 L-Artikolu 3(2)(a) tad-Direttiva dwar il-"prospett", moqri fid-dawl tal-premessa 16 tal-istess direttiva, jipprevedi tali deroga fir-rigward ta' tali investituri, peress li dawn jinkludu b'mod partikolari, skont l-Artikolu 2(1)(e)(ii) ta' din id-direttiva, il-gvernijiet nazzjonali u reġjonali, iżda mhux l-awtoritajiet lokali.

47 Għaldaqstant, il-komuni, li huma awtoritajiet lokali, ma humiex koperti mill-Artikolu 2(1)(e)(ii) tad-direttiva dwar il-"prospett".

48 Peress li l-komuni lanqas ma jaqgħu, bla ħsara għall-verifika mill-qorti tar-rinviju, taħt kategorija oħra ta' "investituri kkwalifikati" imsemmija fl-Artikolu 2(1)(e) tad-Direttiva dwar il-"prospett", offerta ta' titoli bħal dik inkwistjoni fil-kawża prinċipali, li hija indirizzata kemm lill-komuni kif ukoll lill-provinċji ta' Stat Membru, ma tistax titqies li hija indirizzata "lill-investituri kkwalifikati biss", fis-sens tal-Artikolu 3(2)(a) ta' din id-direttiva. F'dawn iċ-ċirkustanzi, huwa irrilevanti jekk il-provinċji Belġjani jistgħux jiġu kklassifikati bħala "gvernijiet reġjonali", fis-sens tal-Artikolu 2(1)(e)(ii) tad-Direttiva dwar il-"prospett".

49 Minn dan isegwi, ċertament bla ħsara għall-eċċezzjonijiet imsemmija fl-Artikolu 3(2)(b) sa (e) u fl-Artikolu 4 tad-Direttiva dwar il-"prospett", li madankollu ma humiex imsemmija, fit-talba għal deċiżjoni preliminari, bħala li jistgħu jkunu applikabbli f'dan il-każ, li, f'każ bħal dak inkwistjoni fil-kawża prinċipali, teżisti "offerta ta' titoli lill-pubbliku", fis-sens tal-Artikolu 3(1) ta' din id-direttiva, suġġetta għall-obbligu ta' pubblikazzjoni minn qabel ta' prospett, sakemm il-modalitajiet tal-offerta ma jagħmlux in-negozjabbiltà tat-titoli inkwistjoni fis-suq tal-kapital bejn offerenti u investituri potenzjali impossibbli jew estremament diffiċli.

50 Fid-dawl tal-kunsiderazzjonijiet kollha esposti iktar 'il fuq, ir-risposta għad-domanda magħmula għandha tkun li l-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva dwar il-"prospett" għandu jiġi interpretat fis-sens li azzjonijiet ta' kumpannija li jistgħu jinżammu biss mill-provinċji u mill-komuni ta' Stat Membru u li t-trasferiment tagħhom huwa suġġett għall-awtorizzazzjoni tal-Bord tad-Diretturi ta' din il-kumpannija jaqgħu taħt il-kunċett ta' "titoli", fis-sens ta' din id-direttiva, b'tali mod li stedina għas-sottoskrizzjoni ta' tali azzjonijiet hija suġġetta għall-obbligu ta' pubblikazzjoni minn qabel ta' prospett, previst fl-Artikolu 3(1) tal-imsemmija direttiva, sakemm il-modalitajiet tal-offerta ma jirrendux in-negozjabbiltà ta' dawn l-azzjonijiet fis-suq tal-kapital bejn offerenti u investituri potenzjali impossibbli jew estremament diffiċli u sakemm ma tkun tapplika l-ebda waħda mill-eċċezzjonijiet imsemmija fl-Artikolu 3(2) u fl-Artikolu 4 tal-istess direttiva.

## Fuq l-ispejjeż

51 Peress li l-proċedura għandha, fir-rigward tal-partijiet fil-kawża prinċipali, in-natura ta' kwistjoni mqajma quddiem il-qorti tar-rinviju, hija dik il-qorti li għandha tiddeċiedi fuq l-ispejjeż. L-ispejjeż sostnuti għas-sottomissjoni tal-osservazzjonijiet lill-Qorti tal-Ġustizzja, minbarra dawk tal-imsemmija partijiet, ma jistgħux jitħallsu lura.

Għal dawn il-motivi, il-Qorti tal-Ġustizzja (Ir-Raba' Awla) taqta' u tiddeċiedi:

**L-Artikolu 2(1)(a) tad-Direttiva 2003/71/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-4 ta' Novembru 2003 dwar il-prospett li għandu jiġi ppubblikat meta titoli jiġu offruti lill-pubbliku jew jiġu ammessi għall-kummerċ u li temenda d-Direttiva 2001/34/KE, kif emendata bid-Direttiva 2008/11/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-11 ta' Marzu 2008,**

**għandu jiġi interpretat fis-sens li:**

**azzjonijiet ta' kumpannija li jistgħu jinżammu biss mill-provinċji u mill-komuni ta' Stat Membru u li t-trasferiment tagħhom huwa suġġett għall-awtorizzazzjoni tal-Bord tad-Diretturi ta' din il-kumpannija jaqgħu taħt il-kunċett ta' "titoli", fis-sens tad-Direttiva 2003/71, kif emendata bid-Direttiva 2008/11, b'tali mod li stedina għas-sottoskrizzjoni ta' tali azzjonijiet hija suġġetta għall-obbligu ta' pubblikazzjoni minn qabel ta' prospett, previst fl-Artikolu 3(1) tad-Direttiva 2003/71, kif emendata bid-Direttiva 2008/11, sakemm il-modalitajiet tal-offerta ma jirrendux in-negozjabbiltà ta' dawn l-azzjonijiet fis-suq tal-kapital bejn offerenti u investituri potenzjali impossibbli jew estremament diffiċli u sakemm ma tkun tapplika l-ebda waħda mill-eċċezzjonijiet imsemmija fl-Artikolu 3(2) u fl-Artikolu 4 tad-Direttiva 2003/71, kif emendata bid-Direttiva 2008/11.**

Firem