Rättsfallssamlingen

DOMSTOLENS DOM (fjärde avdelningen)

den 9 januari 2025 *

”Begäran om förhandsavgörande – Direktiv 2003/71/EG – Offentliggörande av prospekt när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel – Artikel 2.1 a – Begreppet värdepapper – Artikel 3 – Skyldigheten att offentliggöra prospekt – Värdepapper som är överlåtbara på kapitalmarknaderna – Aktier i ett holdingbolag som bara kan innehas av vissa lokala myndigheter i en medlemsstat – Avyttring av aktier kräver godkännande av holdingbolagets styrelse”

I mål C-627/23,

angående en begäran om förhandsavgörande enligt artikel 267 FEUF, framställd av Cour de cassation (Belgien) genom beslut av den 29 september 2023, som inkom till domstolen den 13 oktober 2023, i målet

Commune de Schaerbeek,

Commune de Linkebeek

mot

Holding Communal SA

meddelar

DOMSTOLEN (fjärde avdelningen)

sammansatt av ordföranden på tredje avdelningen C. Lycourgos, tillika tillförordnad ordförande på fjärde avdelningen, samt domarna S. Rodin (referent) och O. Spineanu-Matei,

generaladvokat: J. Richard de la Tour,

justitiesekreterare: A. Calot Escobar,

efter det skriftliga förfarandet,

med beaktande av de yttranden som avgetts av:

– Commune de Schaerbeek och Commune de Linkebeek, genom M. Grégoire, avocate,

* Rättegångsspråk: franska.

– Holding Communal SA, genom P.A. Foriers, avocat,

– Europeiska kommissionen, genom C. Auvret och P.A. Messina, båda i egenskap av ombud,

och efter att den 5 september 2024 ha hört generaladvokatens förslag till avgörande,

följande

Dom

1 Begäran om förhandsavgörande avser tolkningen av artikel 2.1 a i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG (EUT L 345, 2003, s. 64), i dess lydelse enligt Europaparlamentets och rådets direktiv 2008/11/EG av den 11 mars 2008 (EUT L 76, 2008, s. 37) (nedan kallat prospektdirektivet).

2 Begäran har framställts i ett mål mellan – Commune de Schaerbeek och Commune de Linkebeek (kommunerna Schaerbeek och Linkebeek, Belgien), å ena sidan, och Holding Communal SA, å andra sidan, om frågan huruvida det var lagenligt av dessa kommuner att teckna en kapitalökning i Holding Communal, med tanke på att teckningen inte föregicks av offentliggörande av ett prospekt.

Tillämpliga bestämmelser

Unionsrätt

Prospektdirektivet

3 Prospektdirektivet upphävdes, med verkan från och med den 21 juli 2019, genom Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad (EUT L 168, 2017, s. 12). Med hänsyn till tidpunkten för de faktiska omständigheterna i det nationella målet är bestämmelserna i detta direktiv emellertid fortfarande tillämpliga i detta mål.

4 I skälen 10, 12 och 16 i det direktivet angavs följande:

”(10) Syftet med detta direktiv och dess genomförandeåtgärder är att garantera skydd för investerarna och marknadseffektivitet i enlighet med de stränga regleringsstandarder som antagits av internationella organisationer inom området.

…

(12) För att investerarna skall ges ett fullgott skydd måste bestämmelserna även omfatta alla aktierelaterade och icke-aktierelaterade värdepapper som erbjuds allmänheten eller är upptagna till handel på reglerade marknader enligt definitionen i rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet [(EGT L 141, 1993, s. 27; svensk specialutgåva, område 6, volym 4, s. 83)] och inte endast sådana som är officiellt noterade på börser. Den breda definition av värdepapper som används i detta direktiv och som omfattar långa optioner (warrants) samt täckta långa optioner (covered warrants) och företagscertifikat är tillämplig endast för detta direktiv och påverkar inte på något sätt de olika definitioner av finansiella instrument som används i nationell lagstiftning avseende andra frågor, t.ex. beskattning. …

…

(16) Detta direktiv syftar bland annat till att skydda investerarna. Det är därför lämpligt att beakta de olika krav som ställs för skyddet av olika kategorier av investerare med varierande fackkunskaper. Information genom prospekt krävs inte för erbjudanden som är begränsade till kvalificerade investerare. För vidareförsäljning till allmänheten eller allmän handel efter upptagande till handel på en reglerad marknad skall det dock krävas att prospekt offentliggörs.”

5 Artikel 1.2 b och d i samma direktiv föreskrev följande:

”Detta direktiv ska inte tillämpas på

…

b) Icke-aktierelaterade värdepapper emitterade av en medlemsstat eller av en medlemsstats regionala eller lokala myndigheter, av internationella offentliga organ i vilka en eller flera av medlemsstaterna är medlemmar, av Europeiska centralbanken eller av medlemsstaternas centralbanker.

…

d) överlåtbara värdepapper som ovillkorligen och oåterkalleligen garanteras av en medlemsstat eller av en regional eller lokal myndighet i en medlemsstat,

…”

6 Artikel 2.1 a, b, d, e och f i direktivet föreskrev följande:

”I detta direktiv används följande beteckningar med de betydelser som här anges:

a) *värdepapper*: överlåtbara värdepapper enligt definitionen i artikel 1.4 i direktiv 93/22/EEG med undantag av penningmarknadsinstrument enligt definitionen i artikel 1.5 i direktiv 93/22/EEG med en löptid på mindre än tolv månader. När det gäller dessa instrument får nationell lagstiftning vara tillämplig.

b) *aktierelaterade värdepapper*: aktier och andra överlåtbara värdepapper motsvarande aktier i bolag samt varje annat slag av överlåtbara värdepapper som ger rätt att förvärva något av dessa slag av värdepapper genom konvertering eller utövande av de rättigheter de ger, förutsatt att detta senare slag av värdepapper emitteras av emittenten av de underliggande aktierna eller av en enhet som tillhör denna emittents koncern.

…

d) *erbjudande av värdepapper till allmänheten*: ett meddelande till personer, oavsett form och medium, som innehåller tillräcklig information om villkoren för erbjudandet och de värdepapper som erbjuds för att en investerare skall ha förutsättningar att fatta beslut om att teckna eller förvärva dessa värdepapper. Definitionen skall också vara tillämplig på värdepappersplaceringar via finansiella mellanhänder.

e) *kvalificerade investerare:*
   i) juridiska personer med auktorisation eller lagstadgad behörighet att verka på finansmarknaderna …
   ii) nationella och delstatliga regeringar …
   iii) andra juridiska personer som inte uppfyller två av de tre kriterier som anges i punkt 1 f.
   iv) vissa fysiska personer: …
   v) vissa små och medelstora företag: under förutsättning att ömsesidigt erkännande föreligger får en medlemsstat välja att tillåta att små och medelstora företag som har sitt säte i medlemsstaten och som uttryckligen begär det betraktas som kvalificerade investerare.

f) *små och medelstora företag*: företag som enligt sin senaste årsredovisning eller koncernredovisning uppfyller minst två av följande tre kriterier: ett genomsnittligt antal anställda under räkenskapsåret på under 250, en balansomslutning som inte överstiger 43 000 000 euro och en årlig nettoomsättning som inte överstiger 50 000 000 euro.

…”

7 Enligt artikel 3.1 och 3.2 i prospektdirektivet gällde följande:

”1. Medlemsstaterna skall inte tillåta erbjudande av värdepapper till allmänheten inom deras territorier utan att ett prospekt dessförinnan har offentliggjorts.

2. Skyldigheten att offentliggöra prospekt ska inte gälla följande slag av erbjudanden, nämligen

a) erbjudanden av värdepapper som endast riktas till kvalificerade investerare, och/eller

b) erbjudanden av värdepapper som riktas till färre än hundra fysiska eller juridiska personer, som inte är kvalificerade investerare, per medlemsstat, och/eller

c) erbjudanden av värdepapper som riktas till investerare som förvärvar värdepapper för ett sammanlagt vederlag på minst 50 000 euro per investerare för varje separat erbjudande, och/eller

d) erbjudanden av värdepapper med ett nominellt värde per enhet på minst 50 000 euro, och/eller

e) erbjudanden av värdepapper för ett sammanlagt vederlag på under 100 000 euro, varvid detta tröskelvärde skall beräknas för en tolvmånadersperiod.

…”

8 I artikel 4.1 d i direktivet föreskrevs följande:

”Skyldigheten att offentliggöra prospekt skall inte gälla vid erbjudanden av värdepapper till allmänheten av följande slag:

…

d) Aktier som erbjuds, tilldelas eller skall tilldelas utan kostnad till de befintliga aktieägarna och utdelning som betalas i form av aktier av samma kategori som de aktier som utdelningen gäller, under förutsättning att ett dokument som innehåller information om aktiernas antal och art samt om motiven och de närmare formerna för erbjudandet görs tillgängligt.”

MiFID I-direktivet

9 Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt om upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG (EUT L 145, 2004, s. 1) (nedan kallat MiFID I-direktivet), i dess lydelse enligt Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/31/EG av den 5 april 2006 om ändring av direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument i fråga om vissa tidsfrister (EUT L 114, 2006, s. 60), upphävdes med verkan från den 3 januari 2018 genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och direktiv 2011/61/EU (omarbetning) (EUT L 173, 2014, s. 349), i dess lydelse enligt Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2016/1034 av den 23 juni 2016 (EUT L 175, 2016, s. 8). Med hänsyn till tidpunkten för de faktiska omständigheterna i det nationella målet är bestämmelserna i MiFID I-direktivet emellertid fortfarande tillämpliga i detta mål.

10 I skälen 2 och 44 i det direktivet angavs följande:

”(2) Under senare tid har antalet aktiva investerare på de finansiella marknaderna ökat, och dessa erbjuds ett allt mer mångfacetterat och vittomfattande utbud av tjänster och instrument. Med hänsyn till denna utveckling bör gemenskapens rättsliga ramar omfatta hela skalan av verksamheter som riktar sig till investerarna. Det krävs därför föreskrifter som skapar den grad av harmonisering som krävs för att sörja för en hög nivå på skyddet av investerarna och för att på grundval av hemlandstillsyn ge värdepappersföretagen möjlighet att erbjuda tjänster inom hela gemenskapen, som utgör en inre marknad. Mot denna bakgrund bör direktiv 93/22/EEG ersättas med ett nytt direktiv.

…

(44) I det dubbla syftet att skydda investerarna och sörja för att värdepappersmarknaderna fungerar på ett smidigt sätt är det nödvändigt att säkerställa att transaktionerna sker med full insyn och att de regler som fastställs för ändamålet är tillämpliga på värdepappersföretag när de agerar på marknaderna. …”

11 I artikel 4.1 led 18 i MiFID I-direktivet föreskrevs följande:

”1. I detta direktiv används följande beteckningar med de betydelser som här anges:

…

18) *överlåtbara värdepapper*: värdepapper, utom betalningsmedel, som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, t.ex.
a) aktier och andra värdepapper som motsvarar andelar i aktiebolag, bolag med personligt ansvar eller andra enheter samt depåbevis för aktier,

…”

12 I artikel 40.1 i detta direktiv föreskrevs följande:

”Medlemsstaterna skall kräva att de reglerade marknaderna har tydliga och öppet redovisade regler för upptagande av finansiella instrument till handel.

Dessa regler ska sörja för att handeln med varje finansiellt instrument som tas upp till handel på en reglerad marknad kan ske på ett rättvist, välordnat och effektivt sätt och att de, när det rör sig om överlåtbara värdepapper, är fritt överlåtbara.”

13 Artikel 69 i direktivet har följande lydelse:

”Rådets direktiv 93/22/EEG skall upphöra att gälla från och med den 1 november 2007. Hänvisningar till direktiv 93/22/EEG skall förstås som hänvisningar till det här direktivet. Hänvisningar till termer som definieras i eller till artiklar i direktiv 93/22/EEG skall förstås som hänvisningar till en likvärdig term som definieras i eller till en artikel i detta direktiv.”

Belgisk rätt

14 Genom 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 (lagen om erbjudanden till allmänheten om investeringsinstrument och om upptagande av investeringsinstrument till handel på reglerade marknader, *Moniteur belge* av den 21 juni 2006, s. 31352) införlivades bland annat prospektdirektivet med belgisk rätt. Enligt artikel 5.1.1° i den lagen avses med överlåtbara värdepapper ”alla slags investeringsinstrument som kan omsättas på kapitalmarknaden (med undantag för betalningsinstrument), såsom… aktier i bolag och andra investeringsinstrument som motsvarar aktier i bolag, partnerbolag eller andra enheter, inbegripet investeringsinstrument som emitterats av företag för kollektiva investeringar, bildade på kontraktsrättslig grund eller i form av en trust, för att representera andelsägarnas rättigheter i dessa företags tillgångar, samt depåbevis för aktier”.

Målet vid den nationella domstolen och tolkningsfrågan

15 Holding Communal bildades ursprungligen den 24 november 1860 under namnet ”Crédit communal de Belgique” för finansiering av lokala myndigheters investeringar i Belgien. Dess aktieägare är de belgiska kommunerna och provinserna, däribland kommunerna Schaerbeek och Linkebeek.

16 År 1996 slogs Crédit communal de Belgique samman med Crédit local de France och bildade Dexia-koncernen. Under år 1998 ombildades Crédit communal de Belgique till ett holdingbolag och fick sitt nuvarande namn, Holding Communal. Sistnämnda bolag äger bland annat en betydande andel i Dexia SA.

17 Som ett svar på 2008 års bankkris deltog Holding Communal i ökningen av aktiekapitalet i aktiebolaget Dexia till ett belopp på 500 miljoner euro. För att kunna genomföra teckningen och efter att ha misslyckats med att få ett lån under sommaren 2009, beslutade styrelsen för Holding Communal att vända sig till aktieägarna och bland annat föreslå en kapitalökning genom ett kapitaltillskott som skulle ge upphov till en emission av aktier med ”kumulerade särskilda A-rättigheter”.

18 I september 2009 anordnades ett informationsmöte vid vilket aktieägarna informerades. Tidsplanen för kapitaltillskottet hade dessutom anpassats för att ta hänsyn till kommunernas och provinsernas egen beslutsprocess.

19 Vid Holding Communals bolagsstämma den 30 september 2009 godkände aktieägarna i bolaget denna kapitalökning. Vad gäller kapitalökningen beslutade dessa aktieägare att teckningen skulle ske i två omgångar. Kommunen Schaerbeek tecknade kapitaltillskottet med ett belopp på 8 161 689,60 euro i den första omgången och 1 359 011,84 euro i den andra omgången. Kommunen Linkebeeks teckning uppgick till 53 575,68 euro i vardera av de två omgångarna.

20 Den 7 december 2011 beslutade Holding Communals extra bolagsstämma att upplösa bolaget och försätta det i likvidation. Eftersom inget likvidationsöverskott kunde delas ut, förlorade aktieägarna hela sin teckning, det vill säga såväl den som de hade samtyckt till före kapitalökningen som den av den 30 september 2009 som hade betalats.

21 Kommunerna Schaerbeek och Linkebeek väckte talan mot Holding Communal vid Tribunal de commerce francophone de Bruxelles (Franskspråkiga handelsdomstolen i Bryssel, Belgien) och yrkade att deras teckning av den aktuella kapitalökningen skulle ogiltigförklaras på grund av att den stred mot lagen av den 16 juni 2006. De hävdade att ett prospekt borde ha offentliggjorts i enlighet med denna lag, innan aktieägarna uppmanades att teckna ökningarna av aktiekapitalet.

22 Nämnda domstol fann att den lagen, i likhet med prospektdirektivet, enbart reglerar värdepapperserbjudanden i den mån värdepapperen är överlåtbara på kapitalmarknaden, vilket inte var fallet med aktier i Holding Communal.

23 Det avgörandet fastställdes av Cour d’appel de Bruxelles (Appellationsdomstolen i Bryssel, Belgien) genom dom av den 12 april 2022. Den instansen fann bland annat att de aktier som hade emitterats som vederlag för kapitaltillskottet utgjorde icke överlåtbara värdepapper som inte kunde omsättas på kapitalmarknaden, eftersom de endast kunde innehas av kommunala myndigheter och provinsmyndigheter och bara fick överlåtas efter godkännande från styrelsen.

24 Kommunerna Schaerbeek och Linkebeek överklagade den domen till Cour de cassation (Högsta domstolen, Belgien), som är den hänskjutande domstolen, och gjorde gällande att de värdepapper som fordrar ett föregående offentliggörande av ett prospekt innan de erbjuds någon inkluderar – utan begränsningar – ”aktier i bolag”, även om överlåtelsen av dessa aktier är föremål för inskränkningar, såsom ett krav på godkännande från styrelsen, eller att berörda personer tillhör en särskild kategori, såsom kommunala myndigheter eller provinsmyndigheter.

25 Den hänskjutande domstolen har i detta avseende påpekat att utgången av detta överklagande beror på tolkningen av begreppet värdepapper i artikel 2.1 a i prospektdirektivet.

26 Mot denna bakgrund beslutade Cour de cassation (Högsta domstolen) att vilandeförklara målet och ställa följande tolkningsfråga till EU-domstolen:

”Ska artikel 2.1 a i [prospektdirektivet], som i sin tur hänvisar till artikel 4.1 led 18 i [MiFID I-direktivet], tolkas så, att begreppet ’överlåtbara värdepapper som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaderna’ inkluderar aktier i ett holdingbolag som endast får innehas av provinser och kommuner och som endast får överlåtas med bolagsstyrelsens godkännande?”

Prövning av tolkningsfrågan

27 Den hänskjutande domstolen har ställt sin fråga för att få klarhet i huruvida artikel 2.1 a i prospektdirektivet ska tolkas så, att aktier i ett bolag som endast kan innehas av provinser och kommuner i en medlemsstat och som bara får överlåtas med godkännande av bolagets styrelse omfattas av begreppet värdepapper i den mening som avses i detta direktiv.

28 Enligt fast rättspraxis ska vid tolkningen av en unionsbestämmelse inte bara lydelsen beaktas, utan också sammanhanget och de mål som eftersträvas med de föreskrifter som bestämmelsen ingår i (dom av den 29 februari 2024, Eesti Vabariik (Põllumajanduse Registrite ja Informatsiooni Amet), C-437/22, EU:C:2024:176, punkt 48 och där angiven rättspraxis).

29 Det ska för det första påpekas att enligt ordalydelsen i artikel 2.1 a i prospektdirektivet omfattar begreppet värdepapper i direktivets mening ”överlåtbara värdepapper enligt definitionen i artikel 1.4 i direktiv 93/22/EEG med undantag av penningmarknadsinstrument … med en löptid på mindre än tolv månader”.

30 Direktiv 93/22 har visserligen upphävts genom MiFID I-direktivet, men i det sistnämnda direktivet föreskrivs i artikel 69 att ”[h]änvisningar till termer som definieras i eller till artiklar i [det direktivet] skall förstås som hänvisningar till en likvärdig term som definieras i eller till en artikel i [MiFID I-direktivet]”.

31 Enligt artikel 4.1 led 18 i MiFID I-direktivet omfattar begreppet ”överlåtbara värdepapper” ”värdepapper, utom betalningsmedel, som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden”, till exempel ”aktier och andra värdepapper som motsvarar andelar i aktiebolag, bolag med personligt ansvar eller andra enheter samt depåbevis för aktier”, som nämns i punkt a i den bestämmelsen.

32 Enligt artikel 2.1 a i prospektdirektivet, jämförd med artikel 4.1 led 18 i MiFID I-direktivet, avser begreppet värdepapper i prospektdirektivets mening således ”överlåtbara värdepapper som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden”. Bestämmelsen preciserar dock inte vad som menas med ”överlåtbara värdepapper” eller ”kapitalmarknad”, förutom att betalningsinstrument inte omfattas. Artikel 4.1 led 18 i MiFID I-direktivet innehåller visserligen exempel på värdepapper som omfattas av detta begrepp, däribland aktier i bolag, dock utan att det anges några särskilda begränsningar vad gäller egenskaperna hos de personer som innehar dessa värdepapper eller eventuella begränsningar i samband med överlåtelsen av dem.

33 Uttrycket ”överlåtbara värdepapper som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden” i den mening som avses i artikel 4.1 led 18 i MiFID I-direktivet, och följaktligen begreppet värdepapper i den mening som avses i prospektdirektivet, ska följaktligen, såsom generaladvokaten påpekade i punkt 59 i sitt förslag till avgörande, tolkas extensivt på så sätt att detta begrepp omfattar värdepapper såsom aktier i bolag, förutsatt att överlåtelsen av dessa inte omfattas av inskränkningar som gör det omöjligt eller ytterst svårt att överlåta dem på kapitalmarknaden, det vill säga mellan emittent och potentiella investerare.

34 För det andra stöds denna tolkning av det sammanhang som begreppet värdepapper, i prospektdirektivets mening, ingår i.

35 Enligt artikel 40.1 i MiFID I-direktivet ska de reglerade marknaderna ha tydliga och öppet redovisade regler för upptagande av finansiella instrument till handel. Dessa regler ska sörja för att handeln med varje finansiellt instrument som tas upp till handel på en reglerad marknad kan ske på ett rättvist, välordnat och effektivt sätt och att de, när det rör sig om överlåtbara värdepapper, är fritt överlåtbara. I artikel 2.1 d i prospektdirektivet definieras dessutom begreppet ”erbjudande av värdepapper till allmänheten” som ”ett meddelande till personer, oavsett form och medium, som innehåller tillräcklig information om villkoren för erbjudandet och de värdepapper som erbjuds för att en investerare skall ha förutsättningar att fatta beslut om att teckna eller förvärva dessa värdepapper”.

36 Det följer således av dessa bestämmelser att överlåtbara värdepapper inte bara kan handlas fritt på reglerade marknader, utan även endast kan erbjudas på villkor som gör det möjligt för en investerare att besluta sig för att köpa eller teckna sig för värdepapperen. Härav följer att det inte är möjligheten att omsätta värdepapper utan restriktioner på kapitalmarknaden som utgör det väsentliga kännetecknet för överlåtbara värdepapper, utan möjligheten att handla med sådana värdepapper mellan emittenter och potentiella investerare. En sådan möjlighet att handla med värdepapper får emellertid inte vara så inskränkt att den är omöjlig eller ytterst svår.

37 En vid tolkning av begreppet värdepapper följer även av ingresserna till MiFID I-direktivet och prospektdirektivet. Det framgår nämligen av skäl 2 i MiFID I-direktivet att direktivet bör omfatta alla verksamhet som riktar sig till investerare. Vidare följer det av skäl 12 i prospektdirektivet att direktivet, för att säkerställa investerarskyddet, innehåller en bred definition av begreppet värdepapper och omfattar alla aktierelaterade och icke-aktierelaterade värdepapper som erbjuds allmänheten eller är upptagna till handel på reglerade marknader.

38 För det tredje är den tolkning som gjorts i punkt 33 ovan förenlig med de mål som eftersträvas med MiFID I-direktivet och prospektdirektivet, vilka enligt skäl 44 i det förstnämnda direktivet och skäl 10 i det sistnämnda är att skydda investerarna och säkerställa att marknaderna fungerar väl (vad gäller prospektdirektivet, se för ett liknande resonemang dom av den 3 juni 2021, Bankia, C-910/19, EU:C:2021:433, punkt 30 och där angiven rättspraxis). En tolkning som innebär att bland annat aktier i bolag omfattas av begreppet värdepapper i den mening som avses i dessa direktiv, förutsatt att dessa inte berörs av inskränkningar som gör det omöjligt eller ytterst svårt att förhandla om dem mellan emittent och potentiella investerare, gör det nämligen möjligt att tillämpa de mekanismer som föreskrivs i nämnda direktiv, vilka bidrar till att uppnå de två ovannämnda målen i stor skala på de kapitalmarknader där investerarna kan vara verksamma.

39 I förevarande fall framgår det av begäran om förhandsavgörande att aktierna i det aktuella bolaget endast kan innehas av provinserna och kommunerna i den berörda medlemsstaten och att överlåtelse av dem förutsätter godkännande från bolagets styrelse. Med förbehåll för den

hänskjutande domstolens prövning förefaller sådana aktier inte vara föremål för inskränkningar som gör handel mellan emittent och investerare omöjlig eller ytterst svår, eftersom de inskränkningarna inte hindrar att dessa aktier handlas med ett icke försumbart antal potentiella investerare, och detta trots att erbjudandet eventuellt inte leder till en avyttring av de berörda aktierna, vilket för övrigt även kan ske vid erbjudanden avseende värdepapper i ett bolag vilkas avyttring inte kräver tillstånd från dess styrelse.

40 Detta övervägande gör det dessutom möjligt att skilja den situation som är aktuell i det nationella målet från situationen i det mål som avgjordes genom domen av den 17 september 2014, Almer Beheer och Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, punkterna 35 och 36). I det målet var det nämligen fråga om försäljningar av värdepapper som, eftersom de ägde rum inom ramen för ett verkställighetsförfarande, låg mycket långt från de normala situationerna för handel med sådana värdepapper, eftersom de inte syftade till deltagande i en ekonomisk verksamhet på marknaden för dessa värdepapper, utan endast till att tillgodose en utmätningsborgenärs rättigheter.

41 Mot bakgrund av uppgifterna i begäran om förhandsavgörande – enligt vilka det nationella målet huvudsakligen avser frågan huruvida ett erbjudande att teckna sig för aktier i ett bolag som endast kan innehas av provinser och kommuner i en medlemsstat och vilka enbart får överlåtas med godkännande från bolagets styrelse omfattas av den skyldighet att dessförinnan offentliggöra ett prospekt som föreskrivs i artikel 3.1 i prospektdirektivet – ska EU-domstolen, för att ge den hänskjutande domstolen ett svar som är fullt användbart för att lösa tvisten, även klargöra om ett erbjudande att teckna sådana aktier utgör ett erbjudande ”till allmänheten” i den mening som avses i nämnda artikel 3.1.

42 Enligt artikel 3.1 i prospektdirektivet ska ”[m]edlemsstaterna … inte tillåta erbjudande av värdepapper till allmänheten inom deras territorier utan att ett prospekt dessförinnan har offentliggjorts”. Enligt artikel 3.2 i samma direktiv gäller denna skyldighet emellertid inte vissa slag av erbjudanden av värdepapper, däribland det som anges i led a i denna punkt, nämligen erbjudanden av värdepapper som ”endast riktas till kvalificerade investerare”.

43 Det ska i detta hänseende för det första påpekas, i likhet med vad generaladvokaten noterat i punkt 37 i sitt förslag till avgörande, att definitionen av begreppet ”erbjudande av värdepapper till allmänheten”, som det erinras om i punkt 35 ovan, är brett formulerad, utan några begränsningar med avseende på vilka personer som berörs eller hur meddelandet om erbjudandet ska lämnas.

44 Även om skyldigheten att offentliggöra prospekt enligt artikel 4.1 d i prospektdirektivet inte gäller vid erbjudanden till allmänheten av aktier som erbjuds, tilldelas eller ska tilldelas utan kostnad till de befintliga aktieägarna, gäller detta undantag endast när ett erbjudande om att teckna aktier i ett bolag mot ersättning endast riktas till aktieägarna i detta bolag.

45 För det tredje ska det understrykas att skäl 16 i prospektdirektivet uttryckligen anger att direktivet gör åtskillnad mellan behovet av skydd för olika kategorier av investerare med varierande fackkunskaper och att prospekt därför inte krävs för erbjudanden som är begränsade till kvalificerade investerare, i den mening som avses i det direktivet.

46 Artikel 3.2 a jämförd med skäl 16 i prospektdirektivet föreskriver ett sådant undantag när det gäller sådana investerare, vilka enligt artikel 2.1 e ii i direktivet bland annat omfattar nationella och delstatliga regeringar – men däremot inte lokala myndigheter.

47 Kommuner, som är lokala myndigheter, omfattas följaktligen inte av artikel 2.1 e ii i direktivet.

48 Eftersom kommunerna, med förbehåll för den hänskjutande domstolens prövning, inte heller omfattas av någon annan kategori av ”kvalificerade investerare” enligt artikel 2.1 e i prospektdirektivet, kan ett erbjudande av värdepapper som det aktuella, vilket riktar sig till såväl kommuner som provinser i en medlemsstat, inte anses vara riktat till ”enbart kvalificerade investerare” i den mening som avses i artikel 3.2 a i samma direktiv. Under dessa omständigheter saknar det betydelse huruvida de belgiska provinserna kan utgöra ”delstatliga regeringar” i den mening som avses i artikel 2.1 e ii i prospektdirektivet.

49 Av detta följer, med förbehåll för undantagen i artiklarna 3.2 b–e och 4 i prospektdirektivet, vilka emellertid inte nämns i begäran om förhandsavgörande som tillämpliga i förevarande fall, att det i ett sådant fall som det aktuella föreligger ett ”erbjudande av värdepapper till allmänheten”, i den mening som avses i artikel 3.1 i direktivet, vilket omfattas av skyldigheten att dessförinnan offentliggöra ett prospekt, förutsatt att villkoren för erbjudandet inte gör det omöjligt eller ytterst svårt att överlåta värdepapperen i fråga på kapitalmarknaden mellan emittent och potentiella investerare.

50 Av vad som anförts följer att den fråga som ställts ska besvaras på följande sätt. Artikel 2.1 a i prospektdirektivet ska tolkas så, att aktier i ett bolag som endast kan innehas av provinser och kommuner i en medlemsstat och som bara får överlåtas med godkännande av bolagets styrelse omfattas av begreppet värdepapper i den mening som avses i detta direktiv. Ett erbjudande att teckna sig för sådana aktier omfattas därmed av skyldigheten enligt artikel 3.1 i samma direktiv att dessförinnan offentliggöra ett prospekt, förutsatt att villkoren för erbjudandet inte gör det omöjligt eller ytterst svårt att överlåta värdepapperen i fråga på kapitalmarknaden mellan emittent och potentiella investerare, och förutsatt att inget av undantagen i artikel 3.2 eller 4 i direktivet är tillämpligt.

Rättegångskostnader

51 Eftersom förfarandet i förhållande till parterna i det nationella målet utgör ett led i beredningen av samma mål, ankommer det på den hänskjutande domstolen att besluta om rättegångskostnaderna. De kostnader för att avge yttrande till domstolen som andra än nämnda parter har haft är inte ersättningsgilla.

Mot denna bakgrund beslutar domstolen (fjärde avdelningen) följande:

Artikel 2.1 a i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG, i dess lydelse enligt Europaparlamentets och rådets direktiv 2008/11/EG av den 11 mars 2008

ska tolkas så,

att aktier i ett bolag som endast kan innehas av provinser och kommuner i en medlemsstat och som bara får överlåtas med godkännande av bolagets styrelse omfattas av begreppet värdepapper i den mening som avses i direktiv 2003/71, i dess lydelse enligt direktiv 2008/11. Ett erbjudande att teckna sig för sådana aktier omfattas därmed av skyldigheten enligt artikel 3.1 i direktiv 2003/71, i dess lydelse enligt direktiv 2008/11, att

dessförinnan offentliggöra ett prospekt, förutsatt att villkoren för erbjudandet inte gör det omöjligt eller ytterst svårt att överlåta värdepapperen i fråga på kapitalmarknaden mellan emittent och potentiella investerare, och förutsatt att inget av undantagen i artikel 3.2 eller 4 i direktiv 2003/71, i dess lydelse enligt direktiv 2008/11, är tillämpligt.

Underskrifter