



Samling af Afgørelser

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT
J. RICHARD DE LA TOUR
fremsat den 11. februar 2021¹

Sag C-910/19

**Bankia SA
mod
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)**

(anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af Tribunal Supremo (øverste domstol, Spanien))

»Præjudiciel forelæggelse – direktiv 2003/71/EF – selskaber – forpligtelse til at offentliggøre et prospekt, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel – kvalificerede og ikke-kvalificerede investorer – civilretligt ansvar over for kvalificerede investorer i tilfælde af et ukorrekt eller ufuldstændigt prospekt«

I. Indledning

1. Anmodningen om præjudiciel afgørelse vedrører fortolkningen af artikel 3, stk. 2, og artikel 6 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF².
2. Anmodningen er blevet indgivet i forbindelse med en tvist mellem Bankia SA og Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), der er et gensidigt forsikringssselskab, idet sidstnævnte selskab har erhvervet aktier i førstnævnte på grundlag af et prospekt, der indeholder alvorlige unøjagtigheder.
3. Denne sag giver Domstolen lejlighed til at fortolke bestemmelserne i direktiv 2003/71, som indførte et prospekt, der kunne anvendes som et fælles emittentpas for alle noteringer på Unionens område. Selv om dette direktiv i vid udstrækning har harmoniseret prospektets indhold, har det imidlertid overladt et råderum dels til medlemsstaterne med hensyn til valget af den ordning og de nærmere bestemmelser, hvorefter bl.a. udstedere eller udbydere kan ifalde civilretligt ansvar for så vidt angår indholdet af de oplysninger, der er nævnt i prospektet, dels til udstederne, der, selv om de i visse tilfælde ikke er forpligtet til at offentliggøre et sådant prospekt, navnlig når tegningstilbuddet kun gælder kvalificerede investorer, kan gøre det frivilligt.
4. Spørgsmålene fra Tribunal Supremo (øverste domstol, Spanien) vedrører således for det første spørgsmålet om, hvorvidt et unøjagtigt prospekt kan danne grundlag for et civilretligt erstatningssøgsmål anlagt af en kvalificeret investor, og for det andet spørgsmålet om, hvorvidt beviset for den kvalificerede investors kendskab til udstederens faktiske situation kan udledes af allerede eksisterende handelsmæssige eller juridiske relationer mellem dem (som aktionær i selskabet, medlem af dets bestyrelsesorganer osv.).

1 – Originalsprog: fransk.

2 – EUT 2003, L 345, s. 64.

5. Jeg foreslår, at Domstolen besvarer det første spørgsmål med, at et prospekt, hvis indhold er ukorrekt, altid kan danne grundlag for et civilretligt erstatningssøgsmål anlagt af en kvalificeret investor, og det andet spørgsmål med, at vurderingen af graden af de kvalificerede investorers kendskab til udstederens eller udbyderens økonomiske situation med henblik på påberåbelse af deres civilretlige ansvar henhører under national ret, forudsat at effektivitetsprincippet og ækvivalensprincippet overholdes.

II. Retsforskrifter

A. Direktiv 2003/71

6. 10., 16., 18., 19. og 27. betragtning til direktiv 2003/71 har følgende ordlyd:

»(10) Formålet med direktivet og dets gennemførelsesforanstaltninger er at sikre investorbeskyttelse og markedseffektivitet i overensstemmelse med de høje reguleringsstandarder, der vedtages i de relevante internationale fora.

[...]

(16) Et af formålene med direktivet er at beskytte investorerne. Der må derfor tages hensyn til de forskellige beskyttelsesbehov, som de forskellige investorkategorier har[,] og deres sagkundskaber. Afgivelse af oplysninger ved brug af prospekt er ikke nødvendigt for udbud, der er begrænset til kvalificerede investorer. Derimod kræver ethvert videresalg til offentligheden eller offentlig omsætning gennem optagelse til handel på et reguleret marked offentliggørelse af et prospekt.

[...]

(18) Komplette oplysninger om værdipapirer og udstedere af sådanne sikrer, sammen med regler for forretningsvirksomhed, investorerne beskyttelse. I øvrigt er sådanne oplysninger et effektivt middel til at styrke tilliden til værdipapirer, og de bidrager således til at sikre, at værdipapirmarkederne fungerer tilfredsstillende, og til at fremme udviklingen af disse. Den relevante måde at afgive nævnte oplysninger på er offentliggørelse af et prospekt.

(19) Investeringer i værdipapirer indebærer som enhver anden form for investering en risiko. Der er i alle medlemsstater behov for foranstaltninger til beskyttelse af faktiske og potentielle investorers interesser, så disse sættes i stand til at vurdere sådanne risici korrekt og dermed kan træffe deres investeringsbeslutninger på et kvalificeret grundlag.

[...]

(27) Investorbeskyttelsen bør sikres ved offentliggørelse af pålidelige oplysninger. Udstedere af værdipapirer, hvis værdipapirer optages til handel på et reguleret marked, er forpligtet til løbende at afgive oplysninger, men ikke til at offentliggøre ajourføringer regelmæssigt. I forlængelse af disse oplysninger bør udstederne i det mindste årligt udarbejde en oversigt over alle de relevante oplysninger, der gennem de seneste 12 måneder er offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden, herunder oplysninger i henhold til de forskellige indberetningskrav, der er fastsat i anden [EU-lovgivning]. På denne måde kan der sikres regelmæssig offentliggørelse af sammenhængende og let forståelige oplysninger. For at undgå overdrevne byrder for visse udstedere[...] bør udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, med høje mindstepålydender ikke skulle opfylde denne forpligtelse.«

7. Artikel 2 i direktiv 2003/71 bestemmer:

»1. I dette direktiv forstås ved:

[...]

- d) »udbud af værdipapirer til offentligheden«: henvendelse til personer i enhver form og ad enhver vej med tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer, således at en investor bliver i stand til at træffe afgørelse om køb eller tegning af disse værdipapirer. Denne definition finder også anvendelse ved placering af værdipapirer gennem finansielle formidlere
- e) »kvalificerede investorer«:
- i) juridiske enheder, godkendte eller regulerede med henblik på at operere på de finansielle markeder, herunder kreditinstitutter, investeringsselskaber, andre godkendte eller regulerede finansielle institutioner, forsikringsselskaber, kollektive investeringsordninger og deres forvaltningsselskaber, pensionsfonde og deres forvaltningsselskaber, råvarehandlere samt ikke-godkendte eller -regulerede enheder, hvis forretningsformål alene er at investere i værdipapirer
 - ii) centraladministrationer og regionale myndigheder, centralbanker, internationale og supranationale institutioner såsom Den Internationale Valutafond, Den Europæiske Centralbank, Den Europæiske Investeringsbank og andre lignende internationale organisationer
 - iii) andre juridiske enheder, som ikke opfylder to af de tre kriterier i litra f)
 - iv) visse fysiske personer: med forbehold af gensidig anerkendelse kan en medlemsstat vælge at godkende fysiske personer, der er bosiddende i den pågældende medlemsstat, og hvis de udtrykkeligt anmoder herom, som kvalificerede investorer, hvis disse personer opfylder mindst to af kriterierne i stk. 2
 - v) visse SMV'er: med forbehold af gensidig anerkendelse kan en medlemsstat vælge at godkende SMV'er, der er registreret i den pågældende medlemsstat, og hvis de udtrykkeligt anmoder herom, som kvalificerede investorer
- f) »små og mellemstore virksomheder«: selskaber, der ifølge de seneste årsregnskaber eller konsoliderede regnskaber opfylder mindst to af følgende tre kriterier: et gennemsnitligt antal ansatte i løbet af regnskabsåret på mindre end 250, en samlet balance på mindre end 43 000 000 EUR og en årlig nettoomsætning på mindre end 50 000 000 EUR
- g) »kreditinstitut«: en virksomhed som defineret i artikel 1, stk. 1, litra a), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut [³]
- h) »udsteder«: en juridisk enhed, der udsteder eller tilbyder at udstede værdipapirer
- i) »udbydende person« (eller »udbyder«): en juridisk enhed eller person, der udbyder værdipapirer til offentligheden

[...]

3 – EFT 2000, L 126, s. 1.

2. For så vidt angår stk. 1, litra e), nr. iv), finder følgende kriterier anvendelse:

- a) investoren har udført gennemsnitligt mindst 10 transaktioner af betydeligt omfang på værdipapirmarkeder pr. kvartal i de foregående fire kvartaler
- b) investorens værdipapirportefølje overstiger 0,5 mio. EUR i værdi
- c) investoren arbejder eller har arbejdet i den finansielle sektor i mindst et år i en stilling, der fordrer kendskab til investering i værdipapirer.

[...]«

8. Artikel 3 i direktiv 2003/71 bestemmer:

»1. Medlemsstaterne giver ikke tilladelse til udbud af værdipapirer til offentligheden inden for deres område, før der er offentliggjort et prospekt.

2. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt finder ikke anvendelse på følgende former for udbud:

- a) udbud af værdipapirer udelukkende til kvalificerede investorer

[...]

3. Medlemsstaterne sikrer, at optagelse til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt inden for deres område, er betinget af offentliggørelsen af et prospekt.«

9. Direktivets artikel 4 fastsætter undtagelser fra forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt for visse kategorier af værdipapirer.

10. Direktivets artikel 5 bestemmer som følger:

»1. Med forbehold af artikel 8, stk. 2, skal prospektet indeholde samtlige de oplysninger, som afhængigt af de karakteristiske træk ved udstederen og ved de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, er nødvendige for, at investorerne kan danne sig et velbegrunderet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater, forventede udvikling samt en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til disse værdipapirer. Sådanne oplysninger skal fremlægges i en let analyserbar og forståelig form.

2. Prospektet skal indeholde oplysninger om udstederen og de værdipapirer, der skal udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. Det skal også indeholde et resumé. I dette resumé, der skal være kortfattet og i et ikke-teknisk sprog, fremlægges de vigtigste forhold og risici i forbindelse med udstederen, en eventuel garant og værdipapirerne på det sprog, som prospektet oprindeligt blev udarbejdet på. Resuméet skal ligeledes indeholde en advarsel om:

- a) at det bør læses som en indledning til prospektet
- b) at enhver beslutning om investering i værdipapirerne af investoren bør træffes på baggrund af prospektet som helhed
- c) at den sagsøgende investor, hvis en sag vedrørende oplysningerne i prospektet indbringes for en domstol, i henhold til national lovgivning i medlemsstaterne kan være forpligtet til at betale omkostningerne i forbindelse med oversættelse af prospektet, inden sagen indledes, og

d) at de personer, som har indgivet resuméet eller eventuelle oversættelser heraf og anmodet om anmeldelse heraf, kan ifalde et civilretligt erstatningsansvar, men kun såfremt det er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende, når det læses sammen med de andre dele af prospektet.

[...]«

11. Artikel 6 i direktiv 2003/71 bestemmer:

»1. Medlemsstaterne sikrer, at ansvaret for de oplysninger, der gives i et prospekt, som minimum påhviler udstederen eller dennes bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganer, udbyderen, den person, der anmoder om optagelsen til handel på et reguleret marked, eller garanten, alt efter omstændighederne. De ansvarlige personer angives tydeligt i prospektet med navn og stillingsbetegnelse, eller når det drejer sig om juridiske personer, navn og vedtægtsmæssige hjemsted, samt en erklæring fra dem om, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der i prospektet ikke er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af dets indhold.

2. Medlemsstaterne sikrer, at deres love og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar finder anvendelse på de personer, der er ansvarlige for oplysningerne i prospektet.

[...]«

B. Spansk ret

12. Artikel 28 i ley 24/1988 del Mercado de Valores (lov nr. 24/1988 om værdipapirhandel) af 28. juli 1988⁴ i den affattelse, der finder anvendelse på tvisten i hovedsagen, bestemmer:

»1. Ansvar for de oplysninger, der gives i et prospekt, skal som minimum påhvile udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel på et officielt sekundært marked, og ledelsen i disse, i overensstemmelse med de betingelser, som fastsættes ved bekendtgørelse.

Derudover påhviler det ansvar, som er nævnt i det foregående afsnit, garanten for værdipapirerne i forhold til de oplysninger, som denne skal udarbejde. Ledelsen er også ansvarlig for de kontrolopgaver, der udføres på de betingelser, som fastsættes ved bekendtgørelse.

Endvidere påhviler ansvaret, i overensstemmelse med de betingelser, som fastsættes ved bekendtgørelse, de øvrige personer, som accepterer at påtage sig ansvaret for prospektet, forudsat at dette fremgår af det nævnte dokument, og andre personer, der ikke allerede er inkluderet, og som har godkendt indholdet af prospektet.

2. De personer, som er ansvarlige for de oplysninger, der gives i et prospekt, angives tydeligt i prospektet med navn og stillingsbetegnelse, eller når det drejer sig om juridiske personer, navn og vedtægtsmæssige hjemsted. Derudover skal de erklære, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der i prospektet ikke er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af dets indhold.

3. I overensstemmelse med de betingelser, som fastsættes ved bekendtgørelse, er alle de ovennævnte personer, alt efter omstændighederne, ansvarlige for enhver skade og ethvert tab, som de har forvoldt indehaverne af de erhvervede værdipapirer som følge af urigtige oplysninger eller udeladelse af relevante oplysninger i prospektet eller dokumentet, som garanten i givet fald skal udarbejde.

4 – BOE nr. 181 af 29.7.1988, s. 23405.

Retten til at anlægge et søgsmål med påstand om ansvar udløber efter 3 år regnet fra det tidspunkt, hvor sagsøgeren kunne have fået kendskab til de urigtige oplysninger eller udeladelsen af oplysninger vedrørende indholdet i prospektet.

4. Der skal ikke påhvile nogen af de ovennævnte personer noget ansvar på grundlag af resuméet eller oversættelser heraf, medmindre det er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende med andre dele af prospektet, eller det, læst i sammenhæng med de andre dele af prospektet, ikke bidrager med væsentlige oplysninger, der kan hjælpe investorerne med at træffe afgørelse om, hvorvidt de skal investere i værdipapirerne eller ej.«

III. Hovedsagen og de præjudicielle spørgsmål

13. I 2011 iværksatte Bankia et udbud til offentligheden med henblik på tegning af aktier i forbindelse med selskabets børsintroduktion, der var inddelt i to trancher: En første tranche var rettet til detailinvestorer, ansatte og bestyrelsesmedlemmer, og en anden tranche, en såkaldt »institutionel tranche«, forbeholdt kvalificerede investorer.

14. Fra den 29. juni 2011, hvor prospektet blev registreret hos Comisión Nacional del Mercado de Valores (den nationale kommission for værdipapirmarkedet, Spanien), blev de to trancher udbudt til investorerne. Fra denne dato og indtil den 18. juli 2011 fandt den såkaldte »tegningsperiode« sted, under hvilken potentielle kvalificerede investorer kunne fremsætte tegningstilbud.

15. Den 18. juli 2011 blev aktiekursen fastsat til 3,75 EUR for de to trancher af det offentlige udbud.

16. I forbindelse med udbuddet kontaktede Bankia UMAS, som er en enhed, der varetager gensidige forsikringsaktiviteter, og som følgelig blev anset for en kvalificeret investor. Den 5. juli 2011 underskrev UMAS en købsordre på 600 000 EUR for 160 000 Bankia-aktier svarende til 3,75 EUR pr. aktie.

17. Som følge af en omformulering af den udstedende enhed Bankias årsregnskab mistede aktierne næsten al deres værdi på det sekundære marked, og selskabets børsintroduktion blev opgivet.

18. I tidligere sager anlagt af detailinvestorer har Tribunal Supremo (øverste domstol) i forskellige domme konkluderet, at emissionsprospektet udarbejdet af Bankia indeholdt alvorlige unøjagtigheder vedrørende den udstedende enheds faktiske økonomiske situation.

19. UMAS anlagde sag mod Bankia med principal påstand om ugyldighed som følge af mangler ved samtykket i forbindelse med købet af aktierne og subsidiært om, at det blev fastslået, at Bankia var ansvarlig for emissionsprospektets manglende pålidelighed. Retten i første instans erklærede købet af aktier for ugyldigt som følge af mangler ved samtykket og traf afgørelse om tilbagebetaling af ydelserne.

20. Bankia iværksatte appel til prøvelse af denne dom ved Audiencia Provincial (den regionale domstol, Spanien). Sidstnævnte gav ikke medhold i påstanden om ugyldighed, men gav medhold i påstanden om Bankias ansvar i tilknytning til et ukorrekt prospekt.

21. Bankia iværksatte kassationsappel til prøvelse af denne dom ved den forelæggende ret. Denne ret fandt, at hverken direktiv 2003/71 eller spansk ret udtrykkeligt giver kvalificerede investorer mulighed for at gøre udstederen ansvarlig for et ukorrekt prospekt, når det offentlige tegningstilbud er blandet, dvs. rettet mod såvel detailinvestorer som kvalificerede investorer. Den forelæggende ret har i denne henseende fremhævet, at dette direktivs artikel 3, stk. 2, fritager tilbud, der udelukkende er rettet mod

kvalificerede investorer, fra at udarbejde et prospekt, idet disse har kapacitet og informationskilder, der gør det muligt for dem at træffe deres afgørelse på et oplyst grundlag. Ifølge 27. betragtning til nævnte direktiv bør investorerne imidlertid beskyttes ved at sikre offentliggørelse af pålidelige oplysninger, uden at der sondres mellem de forskellige kategorier af investorer.

22. På denne baggrund har Tribunal Supremo (øverste domstol) besluttet at udsætte sagen og forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål vedrørende fortolkningen af artikel 3, stk. 2, og artikel 6 i direktiv 2003/71:

- »1) Når et udbud til offentligheden [med henblik] på tegning af aktier både er rettet mod detailinvestorer og kvalificerede investorer, og der [udarbejdes] et prospekt til detailinvestorer, er det da muligt for begge typer af investorer eller kun for detailinvestorer at anlægge et søgsmål med påstand om ansvar i tilknytning til prospektet?
- 2) I tilfælde af, at svaret på det [første spørgsmål] er, at det også er muligt for kvalificerede investorer at anlægge et sådant søgsmål, er det da muligt at vurdere deres grad af kendskab til den økonomiske situation i det selskab, som har udstedt udbuddet til offentligheden [med henblik] på tegning af aktier, ud over prospektet, som følge af deres juridiske eller handelsmæssige relationer med den nævnte udsteder (som aktionær i selskabet, medlem af dets bestyrelsesorganer osv.)?«

23. Bankia, UMAS, den spanske og den tjekkiske regering samt Europa-Kommissionen har indgivet skriftlige indlæg.

IV. Bedømmelse

24. Med det første præjudicielle spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om artikel 6 i direktiv 2003/71, sammenholdt med direktivets artikel 3, stk. 2, litra a), skal fortolkes således, at det, når et udbud til offentligheden med henblik på tegning af aktier både er rettet mod detailinvestorer og kvalificerede investorer, og der udarbejdes et prospekt, er muligt for kvalificerede investorer at anlægge et søgsmål med påstand om ansvar i tilknytning til prospektet, selv om der ikke er krav om at offentliggøre et sådant dokument, når udbuddet udelukkende er rettet mod disse investorer. Med det andet præjudicielle spørgsmål ønsker den forelæggende ret oplyst, om direktivets artikel 6, såfremt det første spørgsmål besvares bekræftende, skal fortolkes således, at det, når en kvalificeret investor anlægger et sådant søgsmål, er muligt at tage højde for, at denne investor har haft adgang til oplysninger om den økonomiske situation i det selskab, som har udstedt udbuddet til offentligheden på tegning af aktier, ud over prospektet, med henblik på at tage stilling til, om den udstedende enhed ifalder ansvar.

25. Med henblik på at svare den forelæggende ret skal det for det første afklares, om der i tilfælde af et ukorrekt prospekt, der offentliggøres i forbindelse med et blandet udbud, dvs. et udbud, der omfatter to trancher, hvoraf den ene er rettet mod kvalificerede investorer, mens den anden henvender sig til detailinvestorer, findes et princip om civilretligt ansvar over for kvalificerede investorer, og for det andet, hvilken fremgangsmåde der i givet fald skal anvendes ved påberåbelsen af dette ansvar.

26. Indledningsvis skal det imidlertid præciseres, at formalitetsindsigelsen vedrørende anmodningen om præjudiciel afgørelse, som UMAS har fremsat, skal forkastes i henhold til Domstolens faste praksis⁵.

⁵ – Jf. bl.a. dom af 24.11.2020, Openbaar Ministerie (Dokumentfalsk) (C-510/19, EU:C:2020:953, præmis 25-27 og den deri nævnte retspraksis).

27. I den foreliggende sag har den forelæggende ret således i tilstrækkelig grad redegjort for sammenhængen mellem tvistens genstand og den ønskede fortolkning af EU-retten, realiteten med hensyn til det problem, der skal afgøres, samt de faktiske og retlige omstændigheder, som er nødvendige for, at der kan gives en sagligt korrekt besvarelse af de forelagte spørgsmål.

A. Kan et ukorrekt prospekt danne grundlag for et civilretligt erstatningssøgsmål anlagt af en kvalificeret investor mod udstederen af værdipapirerne?

28. Dette spørgsmål opstår i den situation, der foreligger i hovedsagen, nemlig et blandet udbud, der kan finde sted i forbindelse med et udbud til offentligheden (artikel 3, stk. 1, i direktiv 2003/71) eller i tilfælde af udstedelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, eftersom offentliggørelse af et prospekt i dette tilfælde er obligatorisk, og såvel kvalificerede investorer som detailinvestorer kan erhverve sådanne værdipapirer (direktivets artikel 3, stk. 3).

29. Nævnte direktivs artikel 6 fastsætter et princip om ansvar i tilfælde af udarbejdelse af et ukorrekt eller ufuldstændigt prospekt, der omfatter en forpligtelse for medlemsstaterne til at sikre dels identifikation og angivelse i prospektet af de personer, der er ansvarlige for dets indhold (stk. 1), dels, at der findes en ordning med civilretligt ansvar over for dem (stk. 2).

30. Ikke desto mindre fastsætter artikel 6 i direktiv 2003/71 ikke nogen undtagelse fra dette princip om ansvar, der er baseret på det blandede udbuds karakter, uanset om det udelukkende tilbydes offentligheden eller er bestemt til notering på et reguleret marked, selv om andre bestemmelser i dette direktiv fastsætter undtagelser fra forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt, der er knyttet til enten modtagerne af tilbuddet, beløbsstørrelsen for de udstedte værdipapirer eller det samlede udbud (artikel 3, stk. 2) eller arten af de udstedte værdipapirer (artikel 4). Disse undtagelser fra forpligtelsen til offentliggørelse er imidlertid ikke til hinder for, at et prospekt frivilligt offentliggøres af en udsteder, som i så fald vil være i besiddelse af et »fælles emittentpas«, hvis udstedelsen finder sted på et reguleret marked⁶.

31. Den forelæggende ret ønsker som følge af undtagelsen fra forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt som fastsat i artikel 3, stk. 2, litra a), i direktiv 2003/71, når tilbuddet er forbeholdt kvalificerede investorer, oplyst, hvorvidt disse har mulighed for at anlægge et civilretligt erstatningssøgsmål som følge af unøjagtigheder i prospektet. Herved synes den forelæggende ret at lægge en forudsætning til grund, som er, at eftersom prospektet udelukkende har til formål at beskytte og informere ikke-kvalificerede investorer, kan kvalificerede investorer ikke gøre gældende, at prospektet er unøjagtigt, med henblik på at anlægge et civilretligt erstatningssøgsmål.

32. Set under ét skaber de ovennævnte undtagelser i realiteten ikke desto mindre situationer, hvor enten ikke-kvalificerede investorer ikke vil få prospektet⁷, eller hvor kvalificerede investorer vil få et prospekt, selv om de ikke ville have fået det, hvis de var de eneste modtagere af tilbuddet uden for det regulerede marked. Uden for det blandede udbud uden for det regulerede marked, der er reguleret ved artikel 3, stk. 1, i direktiv 2003/71, vil kvalificerede investorer nemlig modtage et prospekt i tilfælde af et udbud med henblik på optagelse på et reguleret marked i henhold til samme artikels stk. 3, med undtagelse af de i dette direktivs artikel 4, stk. 2, fastsatte undtagelser, der vedrører arten af de værdipapirer, der er udstedt, hvilke undtagelser også finder anvendelse på ikke-kvalificerede investorer. Kvalificerede investorer kan ligeledes nyde godt af udstederens frivillige offentliggørelse af et prospekt.

33. Såvel en fortolkning af ordlyden som en systematisk fortolkning af direktiv 2003/71 går således i retning af at afkræfte tanken om, at prospektet kun er udarbejdet med det formål at beskytte ikke-kvalificerede investorer.

6 – Jf. 17. betragtning til direktiv 2003/71.

7 – Jf. artikel 3, stk. 2, litra b)-e), i direktiv 2003/71.

34. En teleologisk fortolkning af dette direktiv peger desuden i samme retning. Hovedformålet med denne tekst er nemlig at sikre virkeliggørelsen af et indre marked for værdipapirer (45. betragtning) ved at udvikle adgangen til de finansielle markeder (18. betragtning), herunder for SMV'er (4. betragtning):

- for det første ved at forenkle de administrative opgaver for udstederne ved at indføre et fælles emittentpas (1. betragtning) og ved at mindske omkostningerne ved at kunne integrere oplysninger i prospektet ved blot at henvise til referencedokumenter med oplysninger, der allerede er indgivet og godkendt (29. betragtning), og
- for det andet ved at lette grænseoverskridende udbud, bl.a. ved at undgå ekstraomkostninger til oversættelse til alle de officielle sprog (35. betragtning).

35. Et af de øvrige formål med direktiv 2003/71, som fremgår af 16. betragtning hertil, er at »beskytte investorerne«, samtidig med at der sondres mellem »de forskellige beskyttelsesbehov, som de forskellige investorkategorier har[,] og deres sagkundskaber«. Denne beskyttelse sikres ved offentliggørelse af komplette (18. og 20. betragtning), pålidelige (27. betragtning) og let tilgængelige (21. betragtning) oplysninger, der skal sætte investorerne »i stand til at vurdere sådanne risici korrekt og dermed [...] træffe deres investeringsbeslutninger på et kvalificeret grundlag«, således som det fremgår af 19. betragtning til direktivet.

36. Direktivet forfølger således disse to formål. Domstolen har allerede haft lejlighed til at vurdere denne kombination og fastslog, at et prospekt ikke er nødvendigt ved salg af værdipapirer inden for rammerne af en tvangsfuldbyrdsprocedure⁸.

37. Følgelig skal fortolkningen af artikel 6 i direktiv 2003/71, sammenholdt med direktivets artikel 3, stk. 2, litra a), ske under hensyntagen til den ønskede balance mellem de to ovennævnte formål.

38. Det forekommer mig derfor klart, at den omstændighed, at dette direktivs artikel 3 og 4 i detaljer fastsætter adskillige undtagelser fra forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt, mens direktivets artikel 6 fastsætter et princip om civilretligt ansvar uden undtagelse i tilfælde af et ukorrekt prospekt, må føre til en fortolkning, hvorefter der, når der foreligger et prospekt, skal kunne anlægges et civilretligt erstatningssøgsmål på grundlag af, at prospektet er unøjagtigt, uanset hvilken kategori den investor, der mener at have lidt skade, tilhører.

39. Hvis hver enkelt medlemsstat selv kunne afgøre, hvorvidt kvalificerede investorer kan anlægge erstatningssag eller ej, hvis prospektet er unøjagtigt, ville det være ensbetydende med at indføre mulige fordrejninger mellem medlemsstaterne, hvilket på uforholdsmæssig vis ville skade målet om at virkeliggøre det indre marked for værdipapirer. Dette mål nødvendiggør en ensartet fortolkning af anvendelsesområdet for artikel 6 i direktiv 2003/71 vedrørende de personer, der kan anlægge sag mod udstederen af udbuddet.

40. På samme måde vil en sådan investor i tilfælde af frivillig offentliggørelse af et unøjagtigt prospekt i forbindelse med et udbud, der er forbeholdt kvalificerede investorer, kunne anlægge et civilretligt erstatningssøgsmål mod udstederen på grundlag af dette direktivs artikel 6.

⁸ – Jf. dom af 17.9.2014, Almer Beheer og Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, præmis 31-33 og domskonklusionen).

41. Det følger af samtlige ovenstående betragtninger, at artikel 6 i direktiv 2003/71, sammenholdt med direktivets artikel 3, stk. 2, litra a), skal fortolkes således, at når et offentligt udbud om tegning af værdipapirer er rettet mod såvel detailinvestorer som kvalificerede investorer, og der offentliggøres et prospekt, kan erstatningssøgsmål vedrørende prospektet anlægges af kvalificerede investorer, selv om det ikke er nødvendigt at offentliggøre et sådant dokument, når udbuddet udelukkende er rettet mod disse investorer.

B. Kan beviset for, at den kvalificerede investor har kendskab til udstederens faktiske situation, udledes af den omstændighed, at der foreligger handelsmæssige eller retlige relationer mellem disse (som aktionær i selskabet, medlem af dets bestyrelsesorganer osv.)?

42. Med det andet præjudicielle spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, hvilken skønsmargen medlemsstaterne har i henhold til artikel 6 i direktiv 2003/71.

43. Artikel 6 opstiller nemlig to principper:

- For det første skal medlemsstaterne sikre, at der findes mindst én person, der er ansvarlig for de oplysninger, der gives i prospektet, at den pågældende angives tydeligt i prospektet og erklærer, at »oplysningerne i prospektet [...] stemmer overens med virkeligheden, og at der i prospektet ikke er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af dets indhold« (stk. 1).
- For det andet skal medlemsstaterne sikre, at deres love og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar finder anvendelse på de personer, der er ansvarlige for oplysningerne i prospektet (stk. 2, første afsnit).

44. Da artikel 6 i direktiv 2003/71 ikke fastsætter nogen nærmere regler for anlæggelse af erstatningssøgsmål, tilkommer det medlemsstaterne i henhold til deres nationale lovgivning at fastsætte disse nærmere bestemmelser.

45. Som i alle tilfælde, hvor medlemsstaterne overlades en skønsmargen, skal deres valg overholde effektivitetsprincippet og ækvivalensprincippet for at bevare den effektive virkning af det pågældende direktivs bestemmelser. Domstolen har for nylig på ny fastslået, at de fastsatte regler ikke må være mindre gunstige end dem, der gælder for tilsvarende situationer i henhold til national ret (ækvivalensprincippet), og at de i praksis ikke må gøre det umuligt eller uforholdsmæssigt vanskeligt at udøve de rettigheder, der tillægges i henhold til Unionens retsorden (effektivitetsprincippet)⁹.

46. Domstolen har ligeledes bekræftet disse principper vedrørende det manøvrerum, som artikel 6 i direktiv 2003/71 giver medlemsstaterne, i dom af 19. december 2013, Hirmann¹⁰.

47. Under overholdelse af disse principper kan medlemsstaterne således vælge bestemmelser om erstatning uden for kontrakt eller et kontraktligt eller kontraktlignende grundlag for denne erstatningssag.

9 – Dom af 26.6.2019, Craeynest m.fl. (C-723/17, EU:C:2019:533, præmis 54 og den deri nævnte retspraksis).

10 – C-174/12, EU:C:2013:856, præmis 40 og den deri nævnte retspraksis.

48. Selv om Domstolen i Hirmann-dommen af 19. december 2013¹¹ fastslog, at en udsteders ansvar for uregelmæssigheder i prospektet udspringer af aftalen om aktiekøbet¹², skal det bemærkes, at der var tale om en sag, hvori de forpligtelser, der udsprang af selskabskontrakten, blev gjort gældende for at modsætte sig et erstatningssøgsmål på grundlag af aftalen om aktiekøbet. Domstolen har således truffet afgørelse til fordel for et ansvar, »der udspringer« af sidstnævnte aftale og ikke af selskabskontrakten, uden at dette efter min opfattelse indebærer en forpligtelse til, at medlemsstaterne skal vælge et kontraktligt grundlag for så vidt angår ansvar baseret på unøjagtigheder i prospektet.

49. Hvad angår omfanget af selve ansvaret henhører spørgsmålet om, hvorvidt der skal tages hensyn til skadelidtes fejl eller ej, og måden, hvorpå årsagsforbindelsen vurderes¹³, ligeledes under medlemsstaternes kompetence under overholdelse af effektivitetsprincippet og ækvivalensprincippet.

50. Selv om Domstolen i den sag, der gav anledning til Hirmann-dommen af 19. december 2013¹⁴, har fastslået, at en medlemsstat kan begrænse udstederens civilretlige ansvar ved at begrænse erstatningsbeløbet i henhold til den dato, hvor aktiernes pris fastsættes med henblik på erstatningen, skal medlemsstaten stadig overholde ækvivalensprincippet og effektivitetsprincippet.

51. Ved at ræsonnere analogt er det derfor muligt at tillade, at en medlemsstat i sin lovgivning kan fastsætte, at der tages hensyn til den kvalificerede investors kendskab til udstederens faktiske situation, forudsat at effektivitetsprincippet og ækvivalensprincippet overholdes.

52. Medlemsstaterne kan derfor indføre en lovgivning, hvorefter der i tilfælde af erstatningssøgsmål, der anlægges af en kvalificeret investor som følge af unøjagtigheder i prospektet, skal tages hensyn til den kvalificerede investors kendskab til udstederens faktiske situation ud over de urigtige eller ufuldstændige oplysninger i prospektet, når dette kendskab også kan tages i betragtning i lignende erstatningssøgsmål, og denne hensyntagen ikke i praksis gør det umuligt eller uforholdsmæssigt vanskeligt at gennemføre dette søgsmål.

53. Kontrollen med overholdelsen af effektivitetsprincippet og ækvivalensprincippet kan imidlertid kun finde sted på grundlag af en konkret anvendelse af denne hensyntagen til investorens kendskab på en given situation. Det tilkommer således den forelæggende ret, der ønsker at drage retlige konsekvenser af det kendskab, som en kvalificeret investor, der anlægger erstatningssøgsmål mod udstederen på grundlag af et unøjagtigt prospekt, har til udstederens økonomiske situation, at overholde disse principper ved vurderingen af beviserne for dette kendskab, og når der tages hensyn til dette kendskab.

54. Det følger af samtlige ovenstående betragtninger, at artikel 6, stk. 2, i direktiv 2003/71 skal fortolkes således, at bestemmelsen ikke er til hinder for, at der i tilfælde af et civilretligt erstatningssøgsmål vedrørende unøjagtigheder i et prospekt anlagt af en kvalificeret investor tages hensyn til denne investors kendskab til udstederens faktiske situation ud over de urigtige eller ufuldstændige oplysninger i prospektet, når dette kendskab også kan tages i betragtning i lignende erstatningssøgsmål, og denne hensyntagen ikke i praksis vil gøre det umuligt eller uforholdsmæssigt vanskeligt at gennemføre dette søgsmål, hvilket det tilkommer den forelæggende ret at vurdere.

11 – C-174/12, EU:C:2013:856.

12 – Dom af 19.12.2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, præmis 29).

13 – I retslitteraturen har man opstillet tre teorier om årsagsforbindelse: *causa proxima*-teorien, teorien om ækvivalente betingelser og teorien om tilstrækkelig årsagsforbindelse.

14 – C-174/12, EU:C:2013:856.

V. Forslag til afgørelse

55. På baggrund af ovenstående betragtninger foreslår jeg, at Domstolen besvarer de præjudicielle spørgsmål, som Tribunal Supremo (øverste domstol, Spanien) har forelagt, således:

- »1) Artikel 6 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, sammenholdt med dette direktivs artikel 3, stk. 2, litra a), skal fortolkes således, at når et udbud til offentligheden med henblik på tegning af aktier både er rettet mod detailinvestorer og kvalificerede investorer, og der udarbejdes et prospekt, er det muligt for kvalificerede investorer at anlægge et søgsmål med påstand om ansvar i tilknytning til prospektet, selv om det ikke er nødvendigt at offentliggøre et sådant dokument, når udbuddet udelukkende er rettet mod disse investorer.
- 2) Artikel 6, stk. 2, i direktiv 2003/71 skal fortolkes således, at bestemmelsen ikke er til hinder for, at der i et civilretligt erstatningssøgsmål anlagt af en kvalificeret investor på grund af unøjagtigheder i prospektet tages hensyn til denne investors kendskab til udstederens faktiske situation ud over de urigtige eller ufuldstændige oplysninger i prospektet, når dette kendskab også kan tages i betragtning i lignende erstatningssøgsmål, og når denne hensyntagen ikke i praksis gør det umuligt eller uforholdsmæssigt vanskeligt at gennemføre dette søgsmål, hvilket det tilkommer den forelæggende ret at vurdere.«