



# Oikeustapauskokoelma

JULKISASIAMIEHEN RATKAISUEHDOTUS  
JEAN RICHARD DE LA TOUR  
11 päivänä helmikuuta 2021<sup>1</sup>

**Asia C-910/19**

**Bankia SA  
vastaan**

**Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)**

(Ennakkoratkaisupyyntö – Tribunal Supremo (ylin tuomioistuin, Espanja))

Ennakkoratkaisupyyntö – Direktiivi 2003/71/EY – Yhtiöt – Velvollisuus julkistaa esite arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä – Kokeneet sijoittajat ja muut kuin kokeneet sijoittajat – Siviilioikeudellinen vastuu kokeneita sijoittajia kohtaan esitteen ollessa virheellinen tai epätäydellinen

## I Johdanto

1. Ennakkoratkaisupyyntö koskee arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 4.11.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY<sup>2</sup> 3 artiklan 2 kohdan ja 6 artiklan tulkintaa.
2. Tämä ennakkoratkaisupyyntö on esitetty asiassa, jossa ovat vastakkain Bankia SA ja keskinäinen vakuutusyhtiö Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS) ja jossa viimeksi mainittu on hankkinut ensin mainitun osakkeita, kun esitteessä oli vakavia virheitä.
3. Unionin tuomioistuimella on tilaisuus tässä asiassa tulkita direktiivin 2003/71 säännöksiä, joiden mukaan yhdessä jäsenvaltiossa hyväksytyä esitettä voidaan käyttää kaikilla markkinoilla unionin alueella (ns. single passport) liikkeeseenlaskijan liikkeeseen laskemien arvopapereiden osalta. Vaikka tässä direktiivissä on laajalti yhdenmukaistettu tämän esitteen sisältöä, siinä on kuitenkin jätetty yhtäältä jäsenvaltioille harkintavaltaa sen suhteen, millaisen järjestelmän ja millaisten täytäntöönpanosääntöjen mukaisesti erityisesti liikkeeseenlaskijat ja tarjoajat voivat joutua siviilioikeudelliseen vastuuseen esitteessä olevista tiedoista, ja toisaalta liikkeeseenlaskijoille harkintavaltaa sen suhteen, julkaisevatko ne vapaaehtoisesti tällaisen esitteen siitä huolimatta, että esitteen julkistaminen ei ole niille tietyin edellytyksin pakollista, erityisesti silloin kun merkintää koskeva tarjous tehdään vain kokeneille sijoittajille.

<sup>1</sup> Alkuperäinen kieli: ranska.

<sup>2</sup> EUVL 2003, L 345, s. 64.

4. Tribunal Supremón (ylin tuomioistuin, Espanja) esittämät kysymykset koskevat näin ollen ensinnäkin sitä, voiko epätarkka esite olla perusteena kokeneen sijoittajan nostamalle vahingonkorvauskanteelle, ja toiseksi sitä, voidaanko sitä, missä määrin kokeneet sijoittajat olivat tietoisia liikkeeseenlaskijan todellisesta tilanteesta, arvioida niiden välisten kaupallisten tai oikeudellisten suhteiden perusteella (kun ne ovat esimerkiksi sen osakkeenomistajia tai sen hallintoelinten jäseniä).

5. Ehdotan, että unionin tuomioistuin vastaa ensimmäiseen kysymykseen, että esite, jonka sisältö on epätarkka, voi aina olla perusteena kokeneen sijoittajan nostamalle vahingonkorvauskanteelle, ja toiseen kysymykseen, että sen arvioiminen - liikkeeseenlaskijan tai tarjoajan siviilioikeudellisen vastuun syntymiseksi -, missä määrin kokeneet sijoittajat olivat tietoisia viimeksi mainittujen taloudellisesta tilanteesta, kuuluu kansallisen oikeuden alaan edellyttäen, että noudatetaan tehokkuus- ja vastaavuusperiaatetta.

## II Oikeussäännöt

### A Direktiivi 2003/71

6. Direktiivin 2003/71 johdanto-osan 10, 16, 18, 19 ja 27 perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”(10) Tämän direktiivin ja sen täytäntöönpanotoimenpiteiden tarkoituksena on varmistaa sijoittajansuoja ja markkinoiden tehokkuus kansainvälisesti vahvistettuja korkeatasoisia sääntelynormeja noudattaen.

--

(16) Tämän direktiivin yhtenä tavoitteena on suojata sijoittajia. Tästä syystä on aiheellista ottaa huomioon eri sijoittajaryhmien erilaiset suojan tarpeet ja asiantuntemuksen taso. Esitteen julkistamisvaatimus ei koske kokeneille sijoittajille suunnattuja tarjouksia. Arvopapereiden myynti edelleen yleisölle tai ottaminen julkisen kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla edellyttää sitä vastoin aina esitteen julkistamista.

--

(18) Täydellisten tietojen antaminen arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijoista yhdessä liiketoiminnan harjoittamista koskevien sääntöjen kanssa edistää sijoittajansuojaa. Tällaiset tiedot ovat lisäksi tehokas tapa lisätä arvopapereihin kohdistuvaa luottamusta ja täten edistää arvopaperimarkkinoiden moitteetonta toimintaa ja kehitystä. Esitteen julkaiseminen on asianmukainen keino saada nämä tiedot saataville.

(19) Arvopapereihin sijoittaminen, kuten kaikki muukin sijoittaminen, sisältää riskejä. Kaikki jäsenvaltiot edellyttävät nykyisten ja tulevien sijoittajien etujen suojaamista, jotta sijoittajat voivat tehdä perusteltuja arvioita näistä riskeistä ja tehdä sijoituspäätöksiä kaikki tosiseikat tuntien.

--

(27) Sijoittajia olisi suojattava varmistamalla, että julkistettavat tiedot ovat luotettavia. Liikkeeseenlaskijoihin, joiden arvopaperit on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla, sovelletaan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, mutta niiden ei tarvitse säännöllisesti julkaista ajantasaisia tietoja. Liikkeeseenlaskijoiden olisi tämän velvollisuuden lisäksi laadittava ainakin vuosittain luettelo merkityksellisistä tiedoista, jotka on julkistettu tai annettu yleisön saataville viimeisten kahdentoista kuukauden aikana, mukaan luettuna muussa yhteisön lainsäädännössä vahvistettujen erilaisten tiedonantovaatimusten nojalla annetut tiedot. Tällä pitäisi voida varmistaa, että johdonmukaista ja helposti ymmärrettävää tietoa julkaistaan säännöllisesti. Vähimmäisnimellisarvoltaan suurten muiden kuin oman pääoman ehtoisten arvopapereiden liikkeeseenlaskijoilta ei olisi edellytettävä tämän velvoitteen noudattamista, jotta näille liikkeeseenlaskijoille ei aiheutuisi liiallisia rasitteita.”

7. Direktiivin 2003/71 2 artiklassa säädetään seuraavaa:

”1. Tässä direktiivissä sovelletaan seuraavia määritelmiä:

--

d) ’arvopapereiden tarjoamisella yleisölle’ tarkoitetaan missä tahansa muodossa ja minkä tahansa kanavan kautta henkilöille suunnattua viestintää, jossa tarjouksen ehdoista sekä tarjottavista arvopapereista annetaan riittävät tiedot, jotta sijoittaja voi tehdä päätöksen näiden arvopapereiden ostamisesta tai merkitsemisestä. Tätä määritelmää sovelletaan myös arvopapereiden sijoittamiseen rahoituksenvälittäjien kautta;

e) ’kokeneilla sijoittajilla’ tarkoitetaan:

i) oikeushenkilöitä, joilla on toimiluvan tai sääntelyn perusteella oikeus toimia rahoitusmarkkinoilla ja joihin kuuluvat luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset, muut toimiluvan omaavat tai säännellyt rahoituslaitokset, vakuutusyhtiöt, yhteissijoitusyritykset ja niiden hallinnointiyhtiöt, eläkerahastot ja niiden hallinnointiyhtiöt, hyödykkeisiin sijoittajat ja yksiköt, joilla ei ole toimilupaa ja joita ei säännellä ja joiden liiketoiminnan ainoana tarkoituksena on arvopaperisijoittaminen;

ii) kansallisia ja alueellisia hallintoyksiköitä, keskuspankkeja sekä monikansallisia organisaatioita, kuten Kansainvälistä valuuttarahastoa, Euroopan keskuspankkia, Euroopan investointipankkia ja muita vastaavia kansainvälisiä organisaatioita;

iii) muita oikeushenkilöitä, jotka eivät täytä kahta f alakohdassa esitetystä kolmesta vaatimuksesta;

iv) tiettyjä luonnollisia henkilöitä: vastavuoroisuuden perusteella jäsenvaltio voi halutessaan sallia kokeneina sijoittajina pidettävän luonnollisia henkilöitä, joiden kotipaikka on jäsenvaltiossa ja jotka nimenomaisesti pyytävät, että heitä käsitellään kokeneina sijoittajina, jos he täyttävät vähintään kaksi 2 kohdassa esitetystä vaatimuksista;

v) tiettyjä pk-yrityksiä: vastavuoroisuuden perusteella jäsenvaltio voi halutessaan sallia kokeneina sijoittajina pidettävän pieniä ja keskisuuria yrityksiä, joiden kotipaikka on jäsenvaltiossa ja jotka nimenomaisesti pyytävät, että niitä käsitellään kokeneina sijoittajina;

- f) 'pienellä tai keskisuurella yrityksellä' tarkoitetaan yritystä, joka viimeksi laaditun vuositilinpäätöksensä tai konsolidoidun tilinpäätöksensä mukaan täyttää vähintään kaksi seuraavassa luetelluista kolmesta vaatimuksesta: sen palveluksessa olevien työntekijöiden keskimäärä tilivuonna oli alle 250, sen taseen loppusumma oli enintään 43 000 000 euroa ja sen nettomääräinen vuosiliikevaihto oli enintään 50 000 000 euroa;
- g) 'luottolaitoksella' tarkoitetaan luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta 20 päivänä maaliskuuta 2000 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY<sup>[3]</sup> 1 artiklan 1 kohdan a alakohdassa määriteltyä yritystä;
- h) 'liikkeeseenlaskijalla' tarkoitetaan oikeushenkilöä, joka laskee tai aikoo laskea liikkeeseen arvopapereita;
- i) 'tarjouksen tekijällä' (tai 'tarjoajalla') tarkoitetaan oikeushenkilöä tai luonnollista henkilöä, joka tarjoaa arvopapereita yleisölle;

--

2. Edellä 1 kohdan e alakohdan iv alakohdan osalta sovelletaan seuraavia perusteita:

- a) sijoittaja on arvopaperimarkkinoilla toteuttanut kooltaan merkittäviä kauppvoja, joiden keskimäärä viimeksi kuluneiden neljän vuosineljänneksen aikana on ollut vähintään 10 kauppaa vuosineljännestä kohti;
- b) sijoittajan arvopaperisalkun arvo on yli 0,5 miljoonaa euroa;
- c) sijoittaja työskentelee tai on työskennellyt vähintään yhden vuoden ajan rahoitusallalla ammattimaisessa asemassa, jossa vaaditaan tietämystä arvopaperisijoittamisesta.

--”

8. Direktiivin 2003/71 3 artiklassa säädetään seuraavaa:

”1. Jäsenvaltiot eivät saa sallia, että yleisölle tarjotaan niiden alueella arvopapereita ennen kuin arvopapereista julkistetaan esite.

2. Esitteen julkaisemisvelvollisuus ei koske seuraavantyyppisiä tarjouksia:

- a) arvopapereiden tarjoaminen yksinomaan kokeneille sijoittajille --

--

3. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että arvopapereita voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi niiden alueella sijaitsevilla tai toimivilla säännellyillä markkinoilla vain, jos arvopapereista julkistetaan esite.”

9. Direktiivin 4 artiklassa säädetään poikkeuksista esitteen julkistamisvelvollisuuteen tietynlaisten arvopapereiden osalta.

<sup>3</sup> EYVL 2000, L 126, s. 1.

10. Saman direktiivin 5 artiklassa todetaan seuraavaa:

”1. Esitteen on sisällettävä kaikki tiedot, jotka liikkeeseenlaskijan sekä yleisölle tarjottujen tai säännellyillä markkinoilla tapahtuvan kaupankäynnin kohteeksi otettujen arvopaperien erityispiirteet huomioon ottaen ovat tarpeellisia, jotta sijoittajat pystyvät muodostamaan perustellun arvion liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista ja vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereiden tuottamista oikeuksista, sanotun kuitenkään rajoittamatta 8 artiklan 2 kohdan säännösten soveltamista. Nämä tiedot on esitettävä helposti analysoitavassa ja ymmärrettävässä muodossa.

2. Esitteen on sisällettävä tiedot liikkeeseenlaskijasta sekä arvopapereista, joita tarjotaan yleisölle tai jotka on tarkoitus ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla. Se[n] on lisäksi sisällettävä tiivistelmä. Tiivistelmästä on käytävä lyhyesti ja yleiskielellä ilmi liikkeeseenlaskijaan, mahdolliseen takaajaan sekä arvopapereihin liittyvät olennaiset tiedot ja riskit, ja se on laadittava samalla kielellä kuin esite on alun perin laadittu. Tiivistelmän on lisäksi sisällettävä varoitus, jonka mukaan

- a) sitä on pidettävä esitteen johdantona; ja
- b) sijoittajan olisi perustettava sijoituspäätöksensä esitteeseen kokonaisuutena; ja
- c) jos tuomioistuimessa pannaan vireille esitteeseen sisältyviä tietoja koskeva kanne, kantajana toimiva sijoittaja voi jäsenvaltioiden kansallisen lainsäädännön mukaan joutua ennen oikeudenkäynnin vireillepanoa vastaamaan esitteen käännöskustannuksista; ja
- d) siviilioikeudellista vastuuta sovelletaan henkilöihin, jotka ovat jättäneet tiivistelmän, sen käännös mukaan luettuna, ja pyytäneet sen ilmoittamista, mutta vain, jos tiivistelmä on harhaanjohtava, epätarkka tai epä johdonmukainen suhteessa esitteen muihin osiin.

– –”

11. Direktiivin 2003/71 6 artiklassa säädetään seuraavaa:

”1. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että esitteessä annetuista tiedoista ovat vastuussa tapauksen mukaan ainakin liikkeeseenlaskija tai sen hallinto-, johto- tai valvontaelimet, tarjoaja, kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla ottamista hakeva osapuoli tai takaaja. Vastuussa olevat henkilöt on yksilöitävä esitteessä selkeästi ilmoittamalla heidän nimensä ja asemansa tai oikeushenkilöiden kyseessä ollessa näiden nimet ja kotipaikat. Esitteeseen on sisällytettävä näiden henkilöiden antama vakuutus siitä, että esitteen sisältö vastaa heidän parhaan ymmärryksensä mukaan tosiasioita ja ettei esitteestä – – ole jätetty pois mitään, millä voisi todennäköisesti olla vaikutusta asiaan.

2. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että niiden kansallisia siviilioikeudellista vastuuta koskevia lakeja, asetuksia ja hallinnollisia määräyksiä sovelletaan esitteen sisältämistä tiedoista vastuussa oleviin henkilöihin.

– –”

## ***B Espanjan oikeus***

12. Arvopaperimarkkinoista 28.7.1988 annetun lain 24/1988 (ley 24/1988 del Mercado de Valores)<sup>4</sup> 28 §:ssä, sellaisena kuin sitä sovelletaan pääasiassa, säädetään seuraavaa:

”1. Vastuu esitteessä olevista tiedoista kuuluu ainakin liikkeeseenlaskijalle, tarjoajalle tai sille, joka on hakenut lupaa käydä kauppaa virallisilla jälkimarkkinoilla, sekä näiden johtajille asetuksella vahvistettujen edellytysten mukaisesti.

Edellisessä momentissa tarkoitettu vastuu koskee myös arvopapereiden takaajaa niiden tietojen osalta, jotka tämän on annettava. Johtoelin on vastuussa myös suorittamista tarkistuksista asetuksessa säädetyn mukaisesti.

Vastuu kuuluu asetuksella vahvistettujen edellytysten mukaisesti myös muille sellaisille henkilöille, jotka katsovat olevansa vastuussa esitteestä, edellyttäen, että tämä seikka mainitaan esitteessä, sekä muille henkilöille, joita ei ole mainittu edellä ja jotka ovat hyväksyneet esitteen sisällön.

2. Esitteessä olevista tiedoista vastuussa olevat henkilöt on yksilöitävä esitteessä selkeästi ilmoittamalla heidän nimensä ja asemansa tai oikeushenkilöiden kyseessä ollessa näiden toiminimet ja kotipaikat. Esitteeseen on sisällytettävä myös näiden henkilöiden antama vakuutus siitä, että esitteen sisältö vastaa heidän parhaan ymmärryksensä mukaan todellisuutta ja ettei esitteestä ole jätetty pois mitään, millä voisi todennäköisesti olla vaikutusta sen sisältöön.

3. Asetuksella määritettyjen yksityiskohtaisten sääntöjen mukaan kaikki edellisissä momenteissa mainitut henkilöt ovat tapauksen mukaan vastuussa kaikista vahingoista, jotka ovat aiheutuneet sellaisten arvopapereiden omistajille, jotka on hankittu sen seurauksena, että esitteen tai tarvittaessa takaajan laatiman asiakirjan merkitykselliset tiedot ovat virheellisiä tai puutteellisia.

Vahingonkorvauskanne vanhentuu kolmen vuoden kuluttua siitä, kun kantaja on voinut saada tiedon esitteen sisällön virheistä tai puutteista.

4. Edellä olevissa momenteissa tarkoitettujen henkilöiden ei voida katsoa olevan vastuussa tiivistelmän tai sen käännöksen perusteella, ellei se ole harhaanjohtava, epätarkka tai epä johdonmukainen luettuna muiden esitteen osien kanssa, tai jos siinä ei anneta, kun sitä luetaan esitteen muiden osien kanssa, olennaista tietoa, jonka avulla sijoittajat voivat päättää, sijoittavatko he arvopapereihin vai eivät.”

## **III Tosiseikat ja ennakkoratkaisukysymykset**

13. Bankia tarjosi vuonna 2011 yleisölle osakkeiden merkitsemistä pörssiin listautumisensa yhteydessä, ja tähän tarjoukseen sisältyi kaksi erää: ensimmäinen erä oli suunnattu vähittäissijoittajille, työntekijöille sekä johtajille, ja toinen erä eli ”institutionaalisten sijoittajien erä” oli varattu kokeneille sijoittajille.

<sup>4</sup> BOE nro 181, 29.7.1988, s. 23405.

14. Tarjousaika sijoittajille alkoi näiden kahden erän osalta 29.6.2011, jolloin esite toimitettiin Comisión Nacional del Mercado de Valoresille (Espanjan kansallinen arvopaperimarkkinakomissio, jäljempänä CNMV). ”Tarjousmyynti- eli book-building-menettely”, jolloin mahdolliset kokeneet sijoittajat saattoivat tehdä ehdotuksia osakkeiden merkitsemisestä, alkoi kyseisenä päivänä ja päättyi 18.7.2011.

15. Osakkeiden hinnaksi määräytyi 18.7.2011 3,75 euroa kummankin yleisölle tarjotun erän osalta.

16. Tarjoamisen yhteydessä Bankia otti yhteyttä UMASiin, joka on keskinäinen vakuutusyhtiö ja jota näin ollen pidetään kokeneena sijoittajana. UMAS allekirjoitti 5.7.2011 600 000 euron ostotoimeksiannon 160 000 osakkeesta hintaan 3,75 euroa/osake.

17. Bankian tilinpäätöksen tarkistuksen seurauksena osakkeet menettivät lähes koko arvonsa jälkimarkkinoilla, ja niiden kauppa keskeytettiin.

18. Tribunal Supremo on aiemmissa tuomioissaan, jotka se on antanut vähittäissijoittajien vireille panemissa menettelyissä, katsonut, että Bankian liikkeeseenlaskuesitteessä oli vakavia virheitä liikkeeseenlaskijan todellisen taloudellisen tilanteen osalta.

19. UMAS nosti Bankiaa vastaan kanteen, jossa se vaati pääasiallisesti osakkeiden oston toteamista pätemättömäksi tahdonmuodostuksessa olleen virheen vuoksi ja toissijaisesti sitä, että Bankian on katsottava olevan vastuussa esitteessä olevasta virheellisestä tiedosta. Ensimmäisessä oikeusasteessa osakkeiden ostoa todettiin pätemättömäksi tahdonmuodostuksessa olleen virheen vuoksi ja määrättiin, että maksetut summat on palautettava.

20. Bankia valitti tästä tuomiosta Audiencia Provincialiin (maakunnallinen ylioikeus, Espanja). Tämä hylkäsi pätemättömäksi toteamista koskevan vaatimuksen mutta hyväksyi Bankiaa vastaan esitetyn vahingonkorvausvaatimuksen, joka perustui esitteen virheellisyyteen.

21. Bankia teki kassaatiovalituksen tästä tuomiosta ennakkoratkaisua pyytäneeseen tuomioistuimeen. Tämä tuomioistuin katsoo, että direktiivissä 2003/71 ja Espanjan lainsäädännössä ei säädetä nimenomaisesti siitä, onko kokeneilla sijoittajilla mahdollisuus vaatia liikkeeseenlaskijalta vahingonkorvausta esitteen virheellisyyden perusteella, kun arvopapereiden merkintää tarjotaan yleisölle, johon kuuluu sekä vähittäissijoittajia että kokeneita sijoittajia. Mainittu tuomioistuin korostaa tältä osin, että direktiivin 3 artiklan 2 kohdassa vapautetaan esitteen julkaisemisvelvollisuudesta arvopapereiden tarjoaminen yksinomaan kokeneille sijoittajille, koska tällaisilla sijoittajilla on sellainen pätevyys ja sellaiset tietolähteet, joiden avulla ne kykenevät itse tekemään perustellun päätöksen. Direktiivin johdanto-osan 27 perustelukappaleessa todetaan kuitenkin, että sijoittajia on suojattava varmistamalla luotettavan tiedon julkaiseminen, eikä direktiivissä erotella toisistaan erityyppisiä sijoittajia.

22. Tribunal Supremo on näin ollen päättänyt lykätä asian käsittelyä ja esittää unionin tuomioistuimelle seuraavat ennakkoratkaisukysymykset, jotka koskevat direktiivin 2003/71 3 artiklan 2 kohdan ja 6 artiklan tulkintaa:

- ”1) Kun yleisölle on tehty osakkeiden merkitsemistä koskeva tarjous, joka on suunnattu sekä vähittäissijoittajille että kokeneille sijoittajille ja jonka yhteydessä on julkaistu vähittäissijoittajille suunnattu esite, voivatko molemmantyyppiset sijoittajat vaatia vahingonkorvausta esitteen perusteella vai kuuluuko tällainen mahdollisuus vain vähittäissijoittajille?
- 2) Jos ensimmäiseen kysymykseen on vastattava, että tällainen mahdollisuus kuuluu myös kokeneille sijoittajille, voidaanko sitä, missä määrin kokeneet sijoittajat olivat osakkeiden merkitsemistä koskevan tarjouksen yhteydessä tietoisia liikkeeseenlaskijan taloudellisesta tilanteesta, muuten kuin esitteen perusteella, arvioida niiden ja kyseisen liikkeeseenlaskijan välisten oikeudellisten tai kaupallisten suhteiden perusteella (kun ne ovat esimerkiksi sen osakkeenomistajia tai sen hallintoelinten jäseniä)?”

23. Bankia, UMAS, Espanjan ja Tšekin hallitukset sekä Euroopan komissio ovat esittäneet kirjallisia huomautuksia.

#### IV Arviointi

24. Ensimmäisellä ennakkoratkaisukysymyksellään kansallinen tuomioistuin tiedustelee lähinnä, onko direktiivin 2003/71 6 artiklaa, luettuna sen 3 artiklan 2 kohdan a alakohdan valossa, tulkittava siten, että kun yleisölle tehty osakkeiden merkitsemistä koskeva tarjous on suunnattu sekä vähittäissijoittajille että kokeneille sijoittajille ja esite on laadittu, voivatko kokeneet sijoittajat vaatia vahingonkorvausta esitteen perusteella, vaikka tällaisen esitteen julkaiseminen ei ole välttämätöntä, kun tarjous koskee ainoastaan kokeneita sijoittajia. Toisella ennakkoratkaisukysymyksellään kyseinen tuomioistuin tiedustelee, jos ensimmäiseen kysymykseen vastataan myöntävästi, onko saman direktiivin 6 artiklaa tulkittava siten, että jos kokenut sijoittaja nostaa kanteen, on mahdollista ottaa huomioon liikkeeseenlaskijan vastuun arvioimiseksi se, että tällainen sijoittaja on voinut saada tietoa arvopapereiden merkitsemistä yleisölle tarjonneen yhtiön taloudellisesta tilanteesta muista lähteistä kuin esitteestä.

25. Jotta kansallisen tuomioistuimen kysymykseen voidaan vastata, on tarkasteltava ensinnäkin, onko silloin, kun virheellinen esite on julkistettu yhteisen tarjouksen yhteydessä, joka sisältää kaksi erää, joista toinen on suunnattu kokeneille sijoittajille ja toinen vähittäissijoittajille, siviilioikeudellisen vastuun periaatetta sovellettava suhteessa kokeneisiin sijoittajiin, ja tarvittaessa toiseksi tämän vastuun yksityiskohtaista toteuttamista.

26. On kuitenkin täsmennettävä aluksi, että UMASin väite, jonka mukaan ennakkoratkaisupyyntö on jätettävä tutkimatta, on hylättävä unionin tuomioistuimen vakiintuneen oikeuskäytännön nojalla.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Ks. mm. tuomio 24.11.2020, Openbaar Ministerie (Asiakirjaväarennös) (C-510/19, EU:C:2020:953, 25–27 kohta oikeuskäytäntöviittauksineen).



27. Kansallinen tuomioistuin on nimittäin riittävästi selvittänyt käsiteltävässä asiassa oikeudenkäynnin kohteen ja pyydetyn unionin oikeuden tulkitsemisen välistä yhteyttä, ratkaistavan ongelman aitoutta sekä niitä tosiseikkoja ja oikeudellisia seikkoja, jotka ovat tarpeen hyödyllisen vastauksen antamiseksi esitettyihin kysymyksiin.

***A Voiko epätarkka esite olla perusteena kokeneen sijoittajan arvopapereiden liikkeeseenlaskijaa vastaan nostamalle vahingonkorvauskanteelle?***

28. Tämä kysymys tulee esiin pääasian tilanteessa eli yhteisen tarjouksen osalta, joka voidaan esittää yleisölle tarjoamisen yhteydessä (direktiivin 2003/71 3 artiklan 1 kohta) tai arvopapereiden liikkeeseenlaskun yhteydessä niiden ottamiseksi kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla, koska tässä tapauksessa esitteen julkistaminen on pakollista ja koska kokeneet sijoittajat sekä vähittäissijoittajat voivat hankkia tällaisia arvopapereita (saman direktiivin 3 artiklan 3 kohta).

29. Mainitun direktiivin 6 artiklassa esitetään vastuuta koskeva periaate virheellisen tai epätäydellisen esitteen julkistamisen osalta, mihin liittyy jäsenvaltioiden velvollisuus valvoa yhtäältä sitä, että esitteessä yksilöidään ja mainitaan henkilöt, jotka ovat vastuussa sen sisällöstä (1 kohta), ja toisaalta sitä, että näihin henkilöihin sovelletaan siviilioikeudellisen vastuun järjestelmää (2 kohta).

30. Direktiivin 2003/71 6 artiklassa ei kuitenkaan säädetä poikkeuksista tähän vastuuta koskevaan periaatteeseen yhteisen tarjouksen luonteen perusteella sen mukaan, onko tarjous tehty ainoastaan yleisölle vai kaupankäynnin kohteeksi ottamiseksi säännellyillä markkinoilla, vaikka muissa tämän direktiivin säännöksissä säädetään esitteen julkistamisvelvollisuutta koskevista poikkeuksista, jotka liittyvät joko tarjouksen kohderyhmään, liikkeeseen laskettujen arvopapereiden tai koko tarjouksen arvoon (3 artiklan 2 kohta) taikka liikkeeseen laskettujen arvopapereiden luonteeseen (4 artikla). Nämä julkistamisvelvollisuutta koskevat poikkeukset eivät kuitenkaan ole esteenä sille, että liikkeeseenlaskija julkistaa esitteen vapaaehtoisesti, jolloin samaa esitettä voidaan käyttää kaikkialla unionissa (ns. single passport), jos liikkeeseenlasku tapahtuu säännellyillä markkinoilla.<sup>6</sup>

31. Kansallinen tuomioistuin tiedustelee direktiivin 2003/71 3 artiklan 2 kohdan a alakohdassa tarkoitetun kaltaisen esitteen julkaisemisvelvollisuutta koskevan poikkeuksen osalta, että kun tarjous on suunnattu kokeneille sijoittajille, onko näillä sijoittajilla mahdollisuus nostaa vahingonkorvauskanne esitteen virheiden perusteella. Kansallinen tuomioistuin näyttäisi näin ollen nojautuvan oletukseen, jonka mukaan siitä syystä, että esitteen tarkoituksena on suojata ainoastaan muita kuin kokeneita sijoittajia, kokeneet sijoittajat eivät voisi vedota tämän esitteen virheisiin nostaakseen vahingonkorvauskanteen.

32. Edellä mainittujen poikkeuksien vuoksi, kun niitä tarkastellaan kokonaisuutena, syntyy kuitenkin todellisuudessa tilanteita, joissa tosiasiaa joko sijoittajat, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia, eivät voi käyttää esitettä hyväkseen<sup>7</sup> tai kokeneet sijoittajat voivat käyttää esitettä hyväkseen siitä huolimatta, että jos tarjous olisi suunnattu yksin kokeneille sijoittajille muilla kuin säännellyillä markkinoilla, ne eivät olisi voineet käyttää esitettä hyväkseen. Lukuun ottamatta yhteisiä tarjouksia muilla kuin säännellyillä markkinoilla, mistä säädetään direktiivin 2003/71 3 artiklan 1 kohdassa, kokeneet sijoittajat voivat nimittäin käyttää hyväkseen esitettä,

<sup>6</sup> Ks. direktiivin 2003/71 johdanto-osan 17 perustelukappale.

<sup>7</sup> Ks. direktiivin 2003/71 3 artiklan 2 kohdan b–e alakohta.

kun tarjous koskee kaupankäynnin kohteeksi ottamista säännellyillä markkinoilla saman artiklan 3 kohdan mukaisesti, paitsi liikkeeseen laskettujen arvopapereiden luonteeseen liittyvissä poikkeustapauksissa, joita tarkoitetaan tämän direktiivin 4 artiklan 2 kohdassa; näitä poikkeuksia sovelletaan myös muihin kuin kokeneisiin sijoittajiin. Kokeneet sijoittajat voivat vastaavasti hyötyä siitä, että liikkeeseenlaskija julkistaa esitteen vapaaehtoisesti.

33. Direktiivin 2003/71 sanamuodon mukainen ja systemaattinen tulkinta näin ollen horjuttavat ajatusta, jonka mukaan esitteen laatimisen tarkoituksena on ainoastaan muiden kuin kokeneiden sijoittajien suojaaminen.

34. Myös direktiivin teleologinen tulkinta johtaa samaan suuntaan. Tämän säädöksen ensisijaisena tarkoituksena on nimittäin yhtenäisten arvopaperimarkkinoiden toteuttaminen (johdanto-osan 45 perustelukappale) edistämällä pääsyä rahoitusmarkkinoille (18 perustelukappale) myös pienten ja keskisuurten yritysten osalta (neljäs perustelukappale):

- yhtäältä yksinkertaistamalla liikkeeseenlaskijoiden hallinnollisia tehtäviä antamalla oikeuden käyttää yhdessä jäsenvaltiossa hyväksyttyä esitettä kaikkialla yhteisössä (ns. single passport) (ensimmäinen perustelukappale) ja alentamalla kustannuksia siten, että annetaan mahdollisuus sisällyttää tietoja esitteeseen viittaamalla aikaisemmin toimitettuihin ja hyväksytyihin tietoihin (29 perustelukappale), ja
- toisaalta helpottamalla rajat ylittäviä tarjouksia erityisesti välttämällä lisäkustannuksia, jotka johtuvat kääntämisestä kaikille virallisille kielille (35 perustelukappale).

35. Yhtenä direktiivin 2003/71 muuna tavoitteena, joka todetaan sen johdanto-osan 16 perustelukappaleessa, on ”suojata sijoittajia” ottaen kuitenkin huomioon ”eri sijoittajaryhmien erilaiset suojan tarpeet ja asiantuntemuksen taso”. Tämä suoja voidaan saavuttaa täydellisten (18 ja 20 perustelukappale), luotettavien (27 perustelukappale) ja helposti saatavilla olevien (21 perustelukappale) tietojen julkistamisella, jotta ”sijoittajat voivat tehdä perusteltuja arvioita näistä riskeistä ja tehdä sijoituspäätöksiä kaikki tosiseikat tuntien” tämän direktiivin johdanto-osan 19 perustelukappaleen mukaisesti.

36. Tässä direktiivissä näin ollen yhdistetään nämä kaksi tavoitetta. Unionin tuomioistuimella on jo ollut tilaisuus arvioida tätä yhdistämistä todetessaan, että esite ei ole välttämätön, kun arvopapereita myydään pakkotäytäntöönpanomenettelyssä.<sup>8</sup>

37. Direktiivin 2003/71 6 artiklaa, luettuna yhdessä sen 3 artiklan 2 kohdan a alakohdan kanssa, on näin ollen tulkittava siten, että noudatetaan tasapainoa, jota näiden kahden edellä mainitun tavoitteen välillä on tavoiteltava.

38. Mielestäni on näin ollen selvää, että sitä, että tämän direktiivin 3 ja 4 artiklassa säädetään yksityiskohtaisesti useista poikkeuksista esitteen julkistamisvelvollisuuteen mutta kyseisen direktiivin 6 artiklassa esitetään virheellisen esitteen osalta poikkeukseton siviilioikeudellisen vastuun periaate, on tulkittava siten, että kun esite on laadittu, vahingonkorvauskanne on voitava nostaa tämän esitteen virheiden perusteella - riippumatta siitä, minkälainen sijoittaja katsoo kärsineensä vahinkoa.

<sup>8</sup> Ks. tuomio 17.9.2014, Almer Beheer ja Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, 31–33 kohta ja tuomiolauselmä).

39. Jos lisäksi katsotaan, että jokainen jäsenvaltio voi itse määritellä, voivatko kokeneet sijoittajat nostaa vahingonkorvauskanteen - vai eivätkö ne voi nostaa tällaista kannetta - esitteen virheiden perusteella, tämä voisi johtaa jäsenvaltioiden välillä mahdollisiin vääristymiin, jotka aiheuttaisivat suhteetonta haittaa yhtenäisten arvopaperimarkkinoiden toteuttamisen tavoitteelle. Tämän tavoitteen vuoksi on tarpeen, että direktiivin 2003/71 6 artiklan soveltamisalaa tulkitaan yhtenäisesti niiden henkilöiden osalta, jotka voivat nostaa vahingonkorvauskanteen liikkeeseenlaskijaa kohtaan.

40. Silloin kun virheellinen esite on julkistettu vapaaehtoisesti kokeneille sijoittajille suunnatun tarjouksen yhteydessä, tällaisen sijoittajan tulee kuitenkin voida nostaa vahingonkorvauskanne liikkeeseenlaskijaa vastaan tämän direktiivin 6 artiklan perusteella.

41. Edellä esitetyn perusteella direktiivin 2003/71 6 artiklaa, luettuna yhdessä sen 3 artiklan 2 kohdan a alakohdan kanssa, on tulkittava siten, että kun yleisölle tehty arvopapereiden merkitsemistä koskeva tarjous on suunnattu sekä vähittäissijoittajille että kokeneille sijoittajille ja esite on laadittu, kokeneet sijoittajat voivat vaatia vahingonkorvausta esitteen perusteella, vaikka tällaisen asiakirjan julkistaminen ei ole välttämätöntä, kun tarjous koskee ainoastaan kyseisiä kokeneita sijoittajia.

***B Voidaanko sitä, missä määrin kokeneet sijoittajat olivat tietoisia liikkeeseenlaskijan todellisesta tilanteesta, arvioida niiden välisten kaupallisten tai oikeudellisten suhteiden perusteella (kun sijoittajat ovat esimerkiksi sen osakkeenomistajia tai sen hallintoelinten jäseniä)?***

42. Kansallinen tuomioistuin tiedustelee toisella ennakkoratkaisukysymyksellään erityisesti sen harkintavallan laajuutta, joka on jätetty jäsenvaltioille direktiivin 2003/71 6 artiklassa.

43. Tässä 6 artiklassa nimittäin esitetään kaksi periaatetta:

- yhtäältä jäsenvaltioiden on varmistettava, että esitteessä annetuista tiedoista on vastuussa ainakin yksi henkilö, joka on yksilöitävä esitteessä ja jonka tulee antaa vakuutus siitä, että ”esitteen sisältö vastaa – – tosiasioita ja ettei esitteestä – – ole jätetty pois mitään, millä voisi todennäköisesti olla vaikutusta asiaan” (1 kohta)
- toisaalta jäsenvaltioiden on varmistettava, että niiden kansallisia siviilioikeudellista vastuuta koskevia säännöksiä sovelletaan esitteen sisältämistä tiedoista vastuussa oleviin henkilöihin (2 kohdan ensimmäinen alakohta).

44. Koska direktiivin 2003/71 6 artiklassa ei säädetä vahingonkorvausvastuun yksityiskohtaisesta soveltamisesta, jäsenvaltioiden tehtävänä on säätää kansallisessa lainsäädännössään näistä säännöistä.

45. Kuten aina silloin, kun jäsenvaltioille on jätetty harkintavaltaa, niiden on noudatettava valinnoissaan tehokkuus- ja vastaavuusperiaatetta kyseisen direktiivin säännösten tehokkaan vaikutuksen säilyttämiseksi. Unionin tuomioistuin on muistuttanut vielä äskettäin, että säädetyt säännöt eivät saa olla epäedullisempia kuin samankaltaisia jäsenvaltion sisäisiä tilanteita koskevat säännöt (vastaavuusperiaate) eivätkä ne saa tehdä unionin oikeusjärjestyksessä vahvistettujen oikeuksien käyttämisestä käytännössä mahdotonta tai suhteettoman vaikeaa

(tehokkuusperiaate).<sup>9</sup>

46. Unionin tuomioistuin on myös vahvistanut nämä periaatteet direktiivin 2003/71 6 artiklassa jäsenvaltioille jätetyn harkintavallan osalta 19.12.2013 antamassaan tuomiossa Hirmann.<sup>10</sup>

47. Jäsenvaltiot voivat näiden periaatteiden mukaisesti näin ollen valita tämän vahingonkorvausvastuun perustaksi sopimukseen perustumattoman korvausvastuun, sopimukseen perustuvan vastuun tai kvasisopimukseen perustuvan vastuun.

48. Vaikka unionin tuomioistuin on katsonut 19.12.2013 antamassaan tuomiossa Hirmann,<sup>11</sup> että liikkeeseenlaskijan siviilioikeudellisen vastuun, joka koskee esitteen sääntöjenvastaisuutta, osalta on kyse osakkeiden ostosopimukseen perustuvasta vastuusta,<sup>12</sup> on todettava, että asiassa oli kyse siitä, että yhtiösopimukseen perustuvilla velvollisuuksilla pyrittiin estämään osakkeiden ostosopimukseen perustuvan vastuun soveltaminen. Unionin tuomioistuin katsoi näin ollen, että vastuun osalta on kyse tähän jälkimmäiseen sopimukseen perustuvasta vastuusta eikä yhtiösopimukseen perustuvasta vastuusta, mutta tämä ei kuitenkaan mielestäni merkitse sitä, että jäsenvaltioilla on velvollisuus valita esitteen virheisiin perustuvan vastuun osalta sopimukseen perustuva vastuu.

49. Samalla tavalla siltä osin kuin on kyse tämän vastuun ulottuvuudesta, se, onko vahingonkärsijän tuottamus otettava huomioon, ja se, miten syy-yhteys ymmärretään,<sup>13</sup> kuuluvat jäsenvaltioiden toimivaltaan unionin oikeuden tehokkuus- ja vastaavuusperiaatetta noudattaen.

50. Vaikka unionin tuomioistuin on myöntänyt, että jäsenvaltio voi rajoittaa liikkeeseenlaskijan siviilioikeudellista vastuuta - asiassa, joka johti 19.12.2013 annettuun tuomioon Hirmann<sup>14</sup> - rajoittamalla tämän korvauksen määrää sen päivämäärän mukaan, jona osakkeiden hinta vahvistetaan korvauksen maksamista varten, on kuitenkin yhä niin, että jäsenvaltion on noudatettava vastaavuus- ja tehokkuusperiaatetta.

51. On näin ollen mahdollista katsoa analogian nojalla, että jäsenvaltio voi säätää kansallisessa lainsäädännössään, että se, oliko kokenut sijoittaja tietoinen liikkeeseenlaskijan todellisesta tilanteesta, on otettava huomioon edellyttäen, että noudatetaan tehokkuus- ja vastaavuusperiaatetta.

52. Jäsenvaltiot voivat näin ollen antaa lainsäädäntöä, jossa säädetään kokeneen sijoittajan esitteen virheiden perusteella nostaman vahingonkorvauskanteen osalta, että on otettava huomioon se, että kokenut sijoittaja oli tietoinen liikkeeseenlaskijan todellisesta tilanteesta esitteen virheellisistä tai epätäydellisistä tiedoista huolimatta, edellyttäen, että tämä tietoisuus voidaan ottaa huomioon myös vastaavien vahingonkorvauskanteiden osalta ja että tällainen huomioon ottaminen ei merkitse sitä, että tämän kanteen nostaminen olisi käytännössä mahdotonta tai suhteettoman vaikeaa.

<sup>9</sup> Tuomio 26.6.2019, Craeynest ym. (C-723/17, EU:C:2019:533, 54 kohta oikeuskäytäntöviittauksineen).

<sup>10</sup> C-174/12, EU:C:2013:856, 40 kohta oikeuskäytäntöviittauksineen.

<sup>11</sup> C-174/12, EU:C:2013:856.

<sup>12</sup> Tuomio 19.12.2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, 29 kohta).

<sup>13</sup> Oikeuskirjallisuudessa on kehitetty kolme teoriaa syy-yhteydestä: causa proxima -teoria, vastaavuusteoria ja adekvaattisen syy-yhteyden teoria.

<sup>14</sup> C-174/12, EU:C:2013:856.

53. Tehokkuus- ja vastaavuusperiaatteen noudattamisen valvonta voi kuitenkin tapahtua ainoastaan siten, että tämä sijoittajan tietoisuuden huomioon ottaminen tapahtuu tutkimalla sitä konkreettisesti tietyssä tapauksessa. On näin ollen kansallisen tuomioistuimen, joka aikoo johtaa oikeudellisia seurauksia siitä, että kokenut sijoittaja, joka on nostanut vahingonkorvauskanteen liikkeeseenlaskijaa vastaan esitteen virheiden vuoksi, oli tietoinen tämän liikkeeseenlaskijan taloudellisesta tilanteesta, tehtävänä noudattaa näitä periaatteita arvioidessaan, missä määrin kyseinen sijoittaja oli tästä tietoinen ja ottaessaan huomioon tämän tietoisuuden.

54. Edellä esitetyn perusteella direktiivin 2003/71 6 artiklan 2 kohtaa on tulkittava siten, että se ei ole esteenä sille, että kokeneen sijoittajan esitteen virheiden perusteella nostaman vahingonkorvauskanteen yhteydessä otetaan huomioon se, että tämä sijoittaja oli tietoinen liikkeeseenlaskijan todellisesta tilanteesta esitteen virheellisistä tai epätäydellisistä tiedoista huolimatta, edellyttäen, että tämä tietoisuus voidaan ottaa huomioon myös vastaavien vahingonkorvauskanteiden osalta ja ettei tällainen huomioon ottaminen merkitse sitä, että tämän kanteen nostaminen olisi käytännössä mahdotonta tai suhteettoman vaikeaa, minkä tutkiminen on kansallisen tuomioistuimen tehtävänä.

## V Ratkaisuehdotus

55. Edellä esitetyn perusteella ehdotan, että unionin tuomioistuin vastaa Tribunal Supremon esittämiin ennakkoratkaisukysymyksiin seuraavasti:

- 1) Arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 4.11.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY 6 artiklaa, luettuna yhdessä tämän direktiivin 3 artiklan 2 kohdan a alakohdan kanssa, on tulkittava siten, että kun yleisölle tehty arvopapereiden merkitsemistä koskeva tarjous on suunnattu sekä vähittäissijoittajille että kokeneille sijoittajille ja esite on laadittu, kokeneet sijoittajat voivat vaatia vahingonkorvausta esitteen perusteella, vaikka tällaisen asiakirjan julkistaminen ei ole välttämätöntä, kun tarjous koskee ainoastaan kyseisiä kokeneita sijoittajia.
- 2) Direktiivin 2003/71 6 artiklan 2 kohtaa on tulkittava siten, että se ei ole esteenä sille, että kokeneen sijoittajan esitteen virheiden perusteella nostaman vahingonkorvauskanteen yhteydessä otetaan huomioon se, että tämä sijoittaja oli tietoinen liikkeeseenlaskijan todellisesta tilanteesta esitteen virheellisistä tai epätäydellisistä tiedoista huolimatta, edellyttäen, että tämä tietoisuus voidaan ottaa huomioon myös vastaavien vahingonkorvauskanteiden osalta ja ettei tällainen huomioon ottaminen merkitse sitä, että tämän kanteen nostaminen olisi käytännössä mahdotonta tai suhteettoman vaikeaa, minkä tutkiminen on kansallisen tuomioistuimen tehtävänä.