



Recueil de la jurisprudence

CONCLUSIONS DE L'AVOCAT GÉNÉRAL
M. JEAN RICHARD DE LA TOUR
présentées le 11 février 2021¹

Affaire C-910/19

Bankia SA
contre
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

[demande de décision préjudicielle formée par le Tribunal Supremo (Cour suprême, Espagne)]

« Renvoi préjudiciel – Directive 2003/71/CE – Sociétés – Obligation de publication d'un prospectus en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation – Investisseurs qualifiés et non qualifiés – Responsabilité civile envers les investisseurs qualifiés en cas de prospectus erroné ou incomplet »

I. Introduction

1. La demande de décision préjudicielle porte sur l'interprétation de l'article 3, paragraphe 2, et de l'article 6 de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 novembre 2003, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE².

2. Cette demande a été présentée dans le cadre d'un litige opposant Bankia SA à l'Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), établissement d'assurance mutuelle, cette dernière ayant acquis des actions de la première en présence d'un prospectus comportant de graves inexactitudes.

3. Cette affaire offre l'occasion à la Cour d'interpréter les dispositions de la directive 2003/71 qui a instauré un prospectus pouvant être utilisé comme passeport unique pour tous les lieux de cotations, sur le territoire de l'Union, des titres émis par un émetteur. Si cette directive a largement harmonisé le contenu de ce prospectus, elle a, toutefois, laissé une marge de manœuvre, d'une part, aux États membres dans le choix du système et des modalités selon lesquels la responsabilité civile notamment des émetteurs ou des offreurs quant au contenu des informations mentionnées dans les prospectus peut être engagée et, d'autre part, aux émetteurs qui, bien que non contraints, dans certaines hypothèses, de publier un tel prospectus, notamment lorsque l'offre de souscription n'est faite qu'au profit d'investisseurs qualifiés, peuvent cependant le faire volontairement.

4. Ainsi, les questions du Tribunal Supremo (Cour suprême, Espagne) portent sur le fait de savoir, en premier lieu, si un prospectus inexact peut servir de fondement à une action en responsabilité civile intentée par un investisseur qualifié et, en second lieu, si la preuve de la connaissance de la situation réelle de l'émetteur par l'investisseur qualifié peut être tirée de l'existence de relations commerciales ou juridiques existant entre eux (participation à l'actionnariat, aux organes de direction, etc.).

¹ Langue originale : le français.

² JO 2003, L 345, p. 64.

5. Je proposerai à la Cour de répondre, à la première question, qu'un prospectus dont le contenu est inexact peut toujours servir de fondement à une action en responsabilité civile exercée par un investisseur qualifié et, à la seconde, que l'appréciation, aux fins de la mise en jeu de la responsabilité civile notamment de l'émetteur ou de l'offreur, du degré de connaissance, par les investisseurs qualifiés, de la situation économique de ces derniers relève du droit national, à condition que soient respectés les principes d'effectivité et d'équivalence.

II. Le cadre juridique

A. La directive 2003/71

6. Les considérants 10, 16, 18, 19 et 27 de la directive 2003/71 énoncent :

« (10) La présente directive et ses mesures d'exécution ont pour objet de garantir la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés, conformément aux normes réglementaires exigeantes édictées par les enceintes internationales compétentes.

[...]

(16) L'un des objectifs de la présente directive est de protéger des investisseurs. Il convient donc de différencier les besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs, notamment en fonction de leur niveau de compétence. Il n'est ainsi pas nécessaire de publier un prospectus en cas d'offre limitée aux investisseurs qualifiés. La revente ultérieure de ces valeurs ou leur vente directe au public par voie d'admission à la négociation sur un marché réglementé exige, en revanche, la publication d'un prospectus.

[...]

(18) La fourniture d'une information complète sur ces valeurs mobilières et leurs émetteurs renforce, conjointement aux règles de conduite, la protection des investisseurs. En outre, cette information constitue un moyen efficace de renforcer la confiance du public dans les valeurs mobilières, contribuant ainsi au bon fonctionnement et au développement des marchés concernés. La façon appropriée de rendre cette information disponible consiste en la publication d'un prospectus.

(19) L'investissement en valeurs mobilières, comme toute autre forme d'investissement, comporte des risques. Des garanties visant à protéger les intérêts des investisseurs effectifs et potentiels doivent être mises en place dans tous les États membres, pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer ces risques en connaissance de cause et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause.

[...]

(27) La protection des investisseurs devrait être garantie par la publication d'une information fiable. Actuellement, les émetteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé sont assujetti[s] à des obligations permanentes d'information, mais ne sont pas tenu[s] de publier régulièrement des renseignements actualisés. Outre ces obligations, les émetteurs devraient au moins dresser une liste annuelle des informations publiées ou mises à la disposition du public au cours des douze derniers mois, y compris de celles portant sur toutes les obligations de déclaration prévues dans une autre législation [de l'Union]. Cela devrait constituer un moyen d'assurer la publication régulière d'informations cohérentes et faciles à

comprendre. Afin d'éviter les surcharges pour certains émetteurs, les émetteurs de titres autres que les titres de capital, ayant une valeur nominale minimum élevée, ne devraient pas être tenus à cette obligation. »

7. L'article 2 de la directive 2003/71 dispose :

« 1. Aux fins de la présente directive, on entend par :

[...]

- d) "offre au public de valeurs mobilières" : une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières : cette définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers ;
- e) "investisseurs qualifiés" :
- i) les personnes morales agréées ou réglementées en tant qu'opérateurs sur les marchés financiers, et notamment les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les autres établissements financiers agréés ou réglementés, les entreprises d'assurance, les organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion, les fonds de pension et de retraite et leurs sociétés de gestion, les courtiers en matières premières, ainsi que les entités non agréées ou non réglementées dont l'objet social exclusif est le placement en valeurs mobilières ;
 - ii) les gouvernements nationaux et régionaux, les banques centrales, les organisations internationales et supranationales comme le Fonds monétaire international, la Banque centrale européenne, la Banque européenne d'investissement, et les autres organisations internationales analogues ;
 - iii) les autres personnes morales qui ne remplissent pas deux des trois critères figurant au point f) ;
 - iv) certaines personnes physiques : sous réserve de reconnaissance mutuelle, un État membre peut agréer les personnes physiques qui sont résident[e]s dans cet État membre et qui ont demandé expressément à être considérées comme des investisseurs qualifiés, lorsque ces personnes remplissent au moins deux des critères prévus au paragraphe 2 ;
 - v) certaines PME : sous réserve de reconnaissance mutuelle, un État membre peut agréer les PME ayant leur siège statutaire dans cet État membre et qui ont demandé expressément à être considérées comme des investisseurs qualifiés ;
- f) "petites et moyennes entreprises" (PME) : les sociétés qui, d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés publiés, présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes : un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice, un total du bilan ne dépassant pas 43 000 000 d'euros et un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 000 000 d'euros ;

- g) “établissements de crédit” : les entreprises telles que définies à l’article 1^{er}, point 1), [sous] a) de la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, du 20 mars 2000, concernant l’accès à l’activité des établissements de crédit et son exercice [³] ;
- h) “émetteur” : une personne morale qui émet ou se propose d’émettre des valeurs mobilières ;
- i) “personne faisant une offre” (ou “offreur”) : une personne morale ou physique qui offre des valeurs mobilières au public ;

[...]

2. Aux fins du paragraphe 1, [sous] e), iv), les critères suivants s’appliquent :

- a) l’investisseur a effectué sur le marché des valeurs mobilières des opérations d’une taille significative à raison d’au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents ;
- b) la valeur du portefeuille de valeurs mobilières de l’investisseur dépasse 500 000 euros ;
- c) l’investisseur travaille ou a travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an, dans une position professionnelle exigeant une connaissance du placement en valeurs mobilières.

[...] »

8. L’article 3 de la directive 2003/71 prévoit :

« 1. Les États membres n’autorisent aucune offre de valeurs mobilières au public sur leur territoire sans publication préalable d’un prospectus.

2. L’obligation de publier un prospectus ne s’applique pas aux catégories d’offres suivantes :

- a) une offre de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés [...]

[...]

3. Les États membres font en sorte que toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur leur territoire soit subordonnée à la publication d’un prospectus. »

9. L’article 4 de cette directive prévoit des dérogations à l’obligation de publier un prospectus pour certaines catégories de valeurs mobilières.

10. Aux termes de l’article 5 de ladite directive :

« 1. Sans préjudice de l’article 8, paragraphe 2, le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l’émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d’évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l’émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre.

3 JO 2000, L 126, p. 1.

2. Le prospectus contient des informations concernant l'émetteur et les valeurs mobilières devant être offertes au public ou proposées à la négociation sur un marché réglementé. Il comprend également un résumé. Le résumé expose brièvement et dans un langage non technique les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières et les principaux risques présentés par ceux-ci, dans la langue dans laquelle le prospectus a été établi initialement. Le résumé comporte également un avertissement au lecteur lui indiquant :

- a) qu'il doit être lu comme une introduction au prospectus, et
- b) que toute décision d'investir dans les valeurs mobilières concernées doit être fondée sur un examen exhaustif du prospectus par l'investisseur, et
- c) que, lorsqu'une action concernant l'information contenue dans le prospectus est intentée devant un tribunal, l'investisseur plaignant peut, selon la législation nationale des États membres, avoir à supporter les frais de traduction du prospectus avant le début de la procédure judiciaire, et
- d) qu'une responsabilité civile est attribuée aux personnes qui ont présenté le résumé, y compris sa traduction, et en ont demandé la notification, mais uniquement si le contenu du résumé est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus.

[...] »

11. L'article 6 de la directive 2003/71 dispose :

« 1. Les États membres veillent à ce que la responsabilité des informations fournies dans un prospectus incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance, à l'offreur, à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou au garant, selon le cas. Le prospectus identifie clairement les personnes responsables par leur nom et fonction, ou, dans le cas des personnes morales, par leur nom et siège statutaire, et fourni[t] une déclaration de leur part certifiant que, à leur connaissance, les données du prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée.

2. Les États membres veillent à ce que leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité civile s'appliquent aux personnes responsables des informations fournies dans les prospectus.

[...] »

B. Le droit espagnol

12. L'article 28 de la ley 24/1988 del Mercado de Valores (loi 24/1988, relative au marché des valeurs mobilières), du 28 juillet 1988⁴, dans sa version applicable au litige au principal, prévoit :

« 1. La responsabilité des informations fournies dans le prospectus incombe au moins à l'émetteur, à l'offreur ou à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché secondaire officiel ainsi qu'à leurs administrateurs, conformément aux conditions établies par voie réglementaire.

De même, la responsabilité indiquée à l'alinéa précédent incombe au garant des valeurs mobilières relativement aux informations qu'il est tenu de préciser. L'entité chargée de la direction des opérations est également responsable en ce qui concerne les tâches de vérification à effectuer, conformément aux conditions établies par voie réglementaire.

⁴ BOE n° 181, du 29 juillet 1988, p. 23405.

La responsabilité incombe aussi aux autres personnes acceptant d'assumer la responsabilité concernant le prospectus, conformément aux conditions établies par voie réglementaire, pour autant que ledit document le prévoit, ainsi qu'aux personnes autres que celles précitées qui ont autorisé le contenu du prospectus.

2. Les personnes responsables des informations fournies dans le prospectus y sont clairement identifiées par leur nom et fonction, ou, dans le cas des personnes morales, par leur dénomination et siège statutaire. De même, elles doivent fournir une déclaration certifiant que, à leur connaissance, les données du prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée.

3. Conformément aux conditions établies par voie réglementaire, toutes les personnes visées aux paragraphes précédents sont, le cas échéant, responsables pour tous les dommages et préjudices causés aux détenteurs de valeurs mobilières acquises à la suite d'informations erronées ou d'omissions de données pertinentes dans le prospectus ou dans le document devant, le cas échéant, être élaboré par le garant.

Le délai de prescription de l'action en responsabilité est de trois ans à compter de la date à laquelle la personne intentant l'action aurait pu avoir connaissance des informations erronées ou des omissions concernant le contenu du prospectus.

4. Aucune responsabilité ne peut être attribuée aux personnes mentionnées aux paragraphes précédents sur la base du seul résumé ou de sa traduction, sauf si son contenu est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus ou s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, les informations essentielles permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces valeurs mobilières. »

III. Les faits du litige au principal et les questions préjudicielles

13. En 2011, Bankia a présenté une offre publique de souscription d'actions en vue de son introduction en bourse, comprenant deux volets : un premier volet était adressé aux investisseurs de détail, aux employés et aux administrateurs, un second volet, dit « volet institutionnel », était réservé aux investisseurs qualifiés.

14. À compter du 29 juin 2011, date de l'enregistrement du prospectus auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (commission nationale du marché des valeurs mobilières, Espagne), les deux volets ont été proposés aux investisseurs. À partir de cette date, et jusqu'au 18 juillet 2011, s'est déroulée la période dite de « constitution du livre d'ordres », au cours de laquelle les éventuels investisseurs qualifiés pouvaient formuler des propositions de souscription.

15. Le 18 juillet 2011, le prix des actions a été fixé à 3,75 euros pour les deux volets de l'offre publique.

16. Dans le cadre de l'offre de souscription, Bankia a contacté l'UMAS, établissement se consacrant à l'activité d'assurance mutuelle, par conséquent, considéré comme un investisseur qualifié. Le 5 juillet 2011, l'UMAS a souscrit une offre d'achat de 600 000 euros pour 160 000 actions, à raison de 3,75 euros chacune.

17. À la suite d'une reformulation des comptes annuels de Bankia, les actions ont perdu quasiment toute leur valeur sur le marché secondaire et leur cotation a été suspendue.

18. Dans le cadre de procédures antérieures, engagées par des investisseurs de détail, le Tribunal Supremo (Cour suprême) a jugé que le prospectus émis par Bankia contenait de graves inexactitudes quant à la situation financière réelle de l'établissement émetteur.

19. L'UMAS a formé un recours contre Bankia tendant, à titre principal, à la nullité, pour erreur dans le consentement, de l'ordre d'achat des actions et, à titre subsidiaire, à l'engagement de la responsabilité de Bankia du fait du caractère fallacieux du prospectus. La juridiction de première instance a constaté la nullité de l'ordre d'achat des actions pour erreur entraînant un vice du consentement et a ordonné la restitution des sommes versées.

20. Bankia a interjeté appel de ce jugement devant l'Audiencia Provincial (cour provinciale, Espagne). Cette dernière a rejeté l'action en nullité, mais a fait droit à l'action en responsabilité introduite contre Bankia du fait du prospectus erroné.

21. Bankia a formé un pourvoi en cassation contre cet arrêt devant la juridiction de renvoi. Celle-ci a considéré que ni la directive 2003/71 ni le droit espagnol ne prévoient expressément la possibilité pour des investisseurs qualifiés d'engager la responsabilité de l'émetteur du fait d'un prospectus erroné lorsque l'offre publique de souscription est mixte, c'est-à-dire adressée tant à des investisseurs de détail qu'à des investisseurs qualifiés. La juridiction de renvoi souligne, à cet égard, que l'article 3, paragraphe 2, de cette directive dispense de l'émission d'un prospectus les offres exclusivement adressées aux investisseurs qualifiés, ces derniers disposant de la capacité et des moyens d'information leur permettant de prendre leur décision de manière éclairée. Toutefois, selon le considérant 27 de ladite directive, la protection des investisseurs devrait être garantie par la publication d'une information fiable, sans qu'une distinction entre les différentes catégories d'investisseurs soit établie.

22. Dans ces conditions, le Tribunal Supremo (Cour suprême) a décidé de surseoir à statuer et de poser à la Cour les questions préjudicielles suivantes concernant l'interprétation de l'article 3, paragraphe 2, et de l'article 6 de la directive 2003/71 :

- « 1) Lorsqu'une offre publique de souscription d'actions s'adresse tant à des investisseurs de détail qu'à des investisseurs qualifiés et qu'un prospectus a été émis à l'attention des investisseurs de détail, l'action en responsabilité concernant le prospectus peut-elle être exercée par les deux types d'investisseurs ou uniquement par les investisseurs de détail ?
- 2) Dans l'hypothèse où il serait répondu à la [première question] que les investisseurs qualifiés peuvent également exercer cette action, est-il possible d'apprécier leur degré de connaissance de la situation économique de l'émetteur de l'offre publique de souscription d'actions indépendamment du prospectus, eu égard à leurs relations juridiques ou commerciales avec ledit émetteur (participation à son actionnariat, à ses organes d'administration, etc.) ? »

23. Bankia, l'UMAS, les gouvernements espagnol et tchèque ainsi que la Commission européenne ont déposé des observations écrites.

IV. Analyse

24. Par sa première question préjudicielle, la juridiction de renvoi se demande, en substance, si l'article 6 de la directive 2003/71, lu à la lumière de l'article 3, paragraphe 2, sous a), de celle-ci, doit être interprété en ce sens que, lorsqu'une offre publique de souscription de valeurs mobilières est adressée tant à des investisseurs de détail qu'à des investisseurs qualifiés et qu'un prospectus est émis, l'action en responsabilité concernant le prospectus peut être exercée par les investisseurs qualifiés, bien qu'il ne soit pas nécessaire de publier un tel document lorsque l'offre vise exclusivement ces investisseurs. Par sa seconde question préjudicielle, cette juridiction se demande si, en cas de réponse affirmative à la première question, l'article 6 de cette directive doit être interprété en ce sens que, lorsqu'un investisseur qualifié engage une action, il est possible de tenir compte, aux fins de déterminer si la responsabilité de l'établissement émetteur est engagée, du fait que cet investisseur a pu avoir accès à des informations concernant la situation économique de la société ayant émis l'offre publique autres que celles contenues dans le prospectus.

25. Afin de répondre à la juridiction de renvoi, il convient de s'interroger, en cas de prospectus erroné émis dans la cadre d'une offre mixte, c'est-à-dire une offre comprenant deux volets, l'un destiné aux investisseurs qualifiés, et l'autre destiné aux investisseurs de détail, en premier lieu, sur l'existence d'un principe de responsabilité civile envers les investisseurs qualifiés et, le cas échéant, en second lieu, sur les modalités de mise en œuvre de cette responsabilité.

26. À titre liminaire, il convient néanmoins de préciser que l'exception d'irrecevabilité de la demande de décision préjudicielle soulevée par l'UMAS doit être écartée en vertu de la jurisprudence constante de la Cour⁵.

27. En effet, en l'espèce, la juridiction de renvoi a suffisamment exposé le lien existant entre l'objet du litige et l'interprétation sollicitée du droit de l'Union, la réalité du problème à trancher et les éléments de fait et de droit nécessaires pour répondre de façon utile aux questions posées.

A. Un prospectus inexact peut-il servir de fondement à une action en responsabilité civile intentée par un investisseur qualifié contre l'émetteur des titres ?

28. Cette question se pose dans l'hypothèse qui se présente dans le cadre de l'affaire au principal, à savoir une offre mixte qui peut avoir lieu dans le cadre d'une offre au public (article 3, paragraphe 1, de la directive 2003/71) ou en cas d'émission de titres destinés à la cotation sur un marché réglementé puisque, dans ce cas, la publication d'un prospectus est obligatoire et que les investisseurs qualifiés, comme de détail, sont susceptibles d'acquérir de tels titres (article 3, paragraphe 3, de cette directive).

29. L'article 6 de ladite directive pose un principe de responsabilité en cas d'émission d'un prospectus erroné ou incomplet comprenant l'obligation de veiller, pour les États membres, d'une part, à l'identification et à la mention, dans ce prospectus, des personnes responsables de son contenu (paragraphe 1) et, d'autre part, à l'existence d'un régime de responsabilité civile à leur encontre (paragraphe 2).

30. Néanmoins, l'article 6 de la directive 2003/71 ne prévoit pas d'exception à ce principe de responsabilité fondée sur la nature de l'offre mixte, qu'elle soit seulement offerte au public ou destinée à la cotation sur un marché réglementé, alors même que d'autres dispositions de cette directive prévoient des dérogations à l'obligation de publication d'un prospectus, liées soit aux destinataires de l'offre, au montant des titres ou de l'offre globale émis (article 3, paragraphe 2), soit à la nature des titres émis (article 4). Toutefois, ces dérogations à l'obligation de publication n'interdisent pas la publication volontaire d'un prospectus par un émetteur qui bénéficiera alors du « passeport unique » si l'émission a lieu sur un marché réglementé⁶.

31. La juridiction de renvoi s'interroge, en raison de la dérogation à l'obligation de publier un prospectus telle que prévue à l'article 3, paragraphe 2, sous a), de la directive 2003/71, lorsque l'offre est réservée aux investisseurs qualifiés, sur la possibilité pour ces derniers d'exercer l'action en responsabilité civile fondée sur l'inexactitude du prospectus. Ce faisant, la juridiction de renvoi semble se fonder sur une prémisse qui serait que, le prospectus étant uniquement destiné à protéger et à informer les investisseurs non qualifiés, les investisseurs qualifiés ne pourraient pas faire valoir l'inexactitude de ce prospectus pour exercer une action en responsabilité civile.

⁵ Voir, notamment, arrêt du 24 novembre 2020, *Openbaar Ministerie (Faux en écritures)* (C-510/19, EU:C:2020:953, points 25 à 27 et jurisprudence citée).

⁶ Voir considérant 17 de la directive 2003/71.

32. Néanmoins, en réalité, examinées dans leur ensemble, les dérogations susmentionnées créent, de fait, des situations dans lesquelles soit des investisseurs non qualifiés ne bénéficieront pas de prospectus⁷, soit des investisseurs qualifiés bénéficieront d'un prospectus, alors que, s'ils avaient été seuls destinataires de l'offre, hors marché réglementé, ils n'en auraient pas bénéficié. En effet, en dehors de l'offre mixte hors marché réglementé régie par l'article 3, paragraphe 1, de la directive 2003/71, les investisseurs qualifiés bénéficieront d'un prospectus en cas d'offre destinée à l'admission sur un marché réglementé en vertu du paragraphe 3 du même article, sauf exceptions liées à la nature des valeurs mobilières émises prévues à l'article 4, paragraphe 2, de cette directive, exceptions s'appliquant également aux investisseurs non qualifiés. De même, les investisseurs qualifiés peuvent bénéficier d'une publication volontaire d'un prospectus par l'émetteur.

33. Ainsi, tant l'interprétation littérale que l'interprétation systématique de la directive 2003/71 tendent à infirmer l'idée que le prospectus n'est établi que dans un but de protection des investisseurs non qualifiés.

34. En outre, l'interprétation téléologique de cette directive va dans le même sens. En effet, l'objectif premier de ce texte est de permettre l'achèvement d'un marché unique des valeurs mobilières (considérant 45) par le développement de l'accès aux marchés financiers (considérant 18), notamment pour les PME (considérant 4) :

- d'une part, en simplifiant les tâches administratives pour les émetteurs par l'instauration d'un passeport unique (considérant 1) et par la réduction des coûts grâce à la possibilité d'incorporer dans le prospectus des informations par la simple référence à des informations déjà existantes et validées (considérant 29), et,
- d'autre part, en facilitant les offres transfrontières, notamment, en évitant les surcoûts liés à la traduction dans toutes les langues officielles (considérant 35).

35. L'un des autres objectifs de la directive 2003/71, énoncé à son considérant 16, est de « protéger des investisseurs » tout en différenciant « les besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs, notamment en fonction de leur niveau de compétence ». Cette protection passe par la publication d'une information complète (considéranants 18 et 20), fiable (considérant 27) et accessible (considérant 21), destinée à permettre aux « investisseurs d'évaluer les risques en connaissance de cause et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause », selon les termes du considérant 19 de cette directive.

36. Ainsi, ladite directive combine ces deux objectifs. La Cour a d'ores et déjà eu l'occasion d'apprécier cette combinaison en disant pour droit qu'un prospectus n'était pas nécessaire en cas de vente de titres dans le cadre d'une procédure d'exécution forcée⁸.

37. En conséquence, l'interprétation de l'article 6 de la directive 2003/71 lu en combinaison avec l'article 3, paragraphe 2, sous a), de celle-ci doit se faire dans le respect de l'équilibre voulu entre les deux objectifs susvisés.

38. Dès lors, il m'apparaît clairement que le fait que les articles 3 et 4 de cette directive prévoient, de façon détaillée, de nombreuses dérogations à l'obligation de publier un prospectus, alors que l'article 6 de ladite directive énonce un principe, sans exception, de responsabilité civile en cas de prospectus erroné, doit conduire à une interprétation selon laquelle, dès lors qu'un prospectus existe, une action en responsabilité civile doit pouvoir être engagée sur le fondement de l'inexactitude de ce prospectus, et ce quelle que soit la qualité de l'investisseur qui s'estime lésé.

⁷ Voir article 3, paragraphe 2, sous b) à e), de la directive 2003/71.

⁸ Voir arrêt du 17 septembre 2014, *Almer Beheer et Daedalus Holding* (C-441/12, EU:C:2014:2226, points 31 à 33 et dispositif).

39. En outre, s'il était admis que chaque État membre peut définir lui-même si les investisseurs qualifiés peuvent ou non agir en responsabilité en cas de prospectus inexact, cela reviendrait à introduire de possibles distorsions entre les États membres, distorsions portant atteinte, de façon disproportionnée, à l'objectif de l'achèvement du marché unique des valeurs mobilières. Cet objectif rend nécessaire une interprétation uniforme du champ d'application de l'article 6 de la directive 2003/71 concernant les personnes pouvant agir en justice à l'encontre de l'émetteur de l'offre.

40. De même, en cas de publication volontaire d'un prospectus inexact, lors d'une offre réservée aux investisseurs qualifiés, un tel investisseur doit pouvoir agir en responsabilité civile à l'encontre de l'émetteur en se fondant sur l'article 6 de cette directive.

41. Il résulte de l'ensemble de ces considérations que l'article 6 de la directive 2003/71, lu à la lumière de l'article 3, paragraphe 2, sous a), de celle-ci, doit être interprété en ce sens que, lorsqu'une offre publique de souscription de valeurs mobilières est adressée tant à des investisseurs de détail qu'à des investisseurs qualifiés et qu'un prospectus est émis, l'action en responsabilité concernant le prospectus peut être exercée par les investisseurs qualifiés, bien qu'il ne soit pas nécessaire de publier un tel document lorsque l'offre vise exclusivement ces investisseurs.

B. La preuve de la connaissance de la situation réelle de l'émetteur par l'investisseur qualifié peut-elle être tirée de l'existence de relations commerciales ou juridiques existant entre eux (participation à l'actionnariat, aux organes de direction, etc.) ?

42. Par sa seconde question préjudicielle, la juridiction de renvoi interroge la Cour spécifiquement sur la marge d'appréciation laissée aux États membres à l'article 6 de la directive 2003/71.

43. En effet, cet article 6 pose deux principes :

- d'une part, les États membres doivent veiller à l'existence d'au moins une personne responsable des informations du prospectus, identifiée dans celui-ci et déclarant que « les données du prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée » (paragraphe 1) ;
- d'autre part, les États membres doivent veiller à ce que leurs dispositions en matière de responsabilité civile s'appliquent aux responsables des informations fournies dans le prospectus (paragraphe 2, premier alinéa)

44. L'article 6 de la directive 2003/71 ne prévoyant aucune modalité de mise en œuvre de l'action en responsabilité, il appartient aux États membres de prévoir, selon leur droit national, ces modalités.

45. Comme dans toute hypothèse où une marge d'appréciation est laissée aux États membres, les choix de ceux-ci doivent respecter les principes d'effectivité et d'équivalence afin de préserver l'effet utile des dispositions de la directive en cause. La Cour a rappelé encore récemment que les modalités prévues ne doivent pas être moins favorables que celles régissant des situations similaires de nature interne (principe d'équivalence) et ne doivent pas rendre impossible en pratique ou excessivement difficile l'exercice des droits conférés par l'ordre juridique de l'Union (principe d'effectivité)⁹.

46. La Cour a également affirmé ces principes à propos de la marge de manœuvre laissée aux États membres à l'article 6 de la directive 2003/71 dans l'arrêt du 19 décembre 2013, Hirmann¹⁰.

⁹ Arrêt du 26 juin 2019, Craeynest e.a. (C-723/17, EU:C:2019:533, point 54 et jurisprudence citée).

¹⁰ C-174/12, EU:C:2013:856, point 40 et jurisprudence citée.

47. Ainsi, dans le respect desdits principes, les États membres peuvent choisir un fondement délictuel, contractuel ou quasi contractuel pour cette action en responsabilité.

48. En effet, si la Cour, dans l'arrêt du 19 décembre 2013, Hirmann¹¹, a jugé que la responsabilité civile d'un émetteur pour irrégularités du prospectus trouvait sa source dans le contrat d'acquisition d'actions¹², il convient de noter qu'il s'agissait d'une affaire dans laquelle les obligations résultant du contrat de société étaient mises en avant pour s'opposer à une mise en œuvre de la responsabilité fondée sur le contrat d'acquisition d'actions. Ainsi, la Cour a tranché en faveur d'une responsabilité « qui trouve sa source » dans ce dernier contrat, et non dans le contrat de société, sans que cela implique, à mon sens, une obligation pour les États membres de choisir un fondement contractuel en ce qui concerne la responsabilité fondée sur l'inexactitude du prospectus.

49. De la même façon, s'agissant de l'étendue de la responsabilité elle-même, le fait de tenir compte ou non de la faute de la victime ainsi que la manière dont le lien de causalité est appréhendé¹³ relèvent de la compétence des États membres, dans le respect des principes de droit de l'Union d'effectivité et d'équivalence.

50. Si la Cour a admis qu'un État membre peut limiter la responsabilité civile de l'émetteur, dans l'affaire ayant donné lieu à l'arrêt du 19 décembre 2013, Hirmann¹⁴, en limitant le montant de l'indemnisation en fonction de la date à laquelle le prix des actions est fixé pour l'indemnisation, encore faut-il que l'État membre respecte les principes d'équivalence et d'effectivité.

51. Dès lors, en raisonnant par analogie, il est possible d'admettre qu'un État membre peut prévoir dans sa réglementation qu'il soit tenu compte de la connaissance de la situation réelle de l'émetteur par l'investisseur qualifié, à condition de respecter les principes d'effectivité et d'équivalence.

52. En conséquence, les États membres peuvent établir une réglementation qui prévoit, en cas d'action en responsabilité exercée par un investisseur qualifié pour inexactitude du prospectus, que soit prise en considération la connaissance de la situation réelle de l'émetteur par l'investisseur qualifié en dehors des dispositions erronées ou incomplètes du prospectus, dès lors que cette connaissance peut aussi être prise en compte dans des actions en responsabilité similaires et que cette prise en compte n'a pas pour effet, en pratique, de rendre impossible ou excessivement difficile l'exercice de cette action.

53. Toutefois, le contrôle du respect des principes d'effectivité et d'équivalence ne peut avoir lieu que sur la base d'une application concrète à une situation donnée de cette prise en considération de la connaissance de l'investisseur. Ainsi, il appartient à la juridiction de renvoi, souhaitant tirer des conséquences juridiques de la connaissance de la situation économique d'un émetteur par un investisseur qualifié agissant en responsabilité contre ce dernier sur la base d'un prospectus inexact, de respecter ces principes lors de l'appréciation des preuves de cette connaissance et de la prise en compte de cette connaissance.

54. Il résulte de l'ensemble de ces considérations que l'article 6, paragraphe 2, de la directive 2003/71 doit être interprété en ce sens qu'il ne s'oppose pas à ce que, en cas d'action en responsabilité civile pour inexactitude du prospectus, exercée par un investisseur qualifié, soit prise en considération la connaissance de la situation réelle de l'émetteur par cet investisseur en dehors des dispositions

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

12 Arrêt du 19 décembre 2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, point 29).

13 La doctrine a élaboré trois théories du lien de causalité : la théorie de la *causa proxima*, celle de l'équivalence des conditions et celle de la causalité adéquate.

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

erronées ou incomplètes du prospectus, dès lors que cette connaissance peut aussi être prise en compte dans des actions en responsabilité similaires et que cette prise en compte n'a pas pour effet, en pratique, de rendre impossible ou excessivement difficile l'exercice de cette action, ce qu'il appartient à la juridiction de renvoi de vérifier.

V. Conclusion

55. Eu égard aux considérations qui précèdent, je propose à la Cour de répondre aux questions préjudicielles posées par le Tribunal Supremo (Cour suprême, Espagne) de la manière suivante :

- 1) L'article 6 de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 novembre 2003, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, lu à la lumière de l'article 3, paragraphe 2, sous a), de cette directive, doit être interprété en ce sens que, lorsqu'une offre publique de souscription de valeurs mobilières est adressée tant à des investisseurs de détail qu'à des investisseurs qualifiés et qu'un prospectus est émis, l'action en responsabilité concernant le prospectus peut être exercée par les investisseurs qualifiés, bien qu'il ne soit pas nécessaire de publier un tel document lorsque l'offre vise exclusivement ces investisseurs.
- 2) L'article 6, paragraphe 2, de la directive 2003/71 doit être interprété en ce sens qu'il ne s'oppose pas à ce que, en cas d'action en responsabilité civile pour inexactitude du prospectus, exercée par un investisseur qualifié, soit prise en considération la connaissance de la situation réelle de l'émetteur par cet investisseur en dehors des dispositions erronées ou incomplètes du prospectus, dès lors que cette connaissance peut aussi être prise en compte dans des actions en responsabilité similaires et que cette prise en compte n'a pas pour effet, en pratique, de rendre impossible ou excessivement difficile l'exercice de cette action, ce qu'il appartient à la juridiction de renvoi de vérifier.