



Zbornik sudske prakse

PRESUDA SUDA (četvrto vijeće)

3. lipnja 2021.*

„Zahtjev za prethodnu odluku – Direktiva 2003/71/EZ – Prospekt prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili njihova uvrštavanja u trgovanje – Članak 3. stavak 2. i članak 6. – Ponuda istovremeno upućena i malim i kvalificiranim ulagateljima – Sadržaj informacija u prospektu – Postupak za utvrđivanje odgovornosti – Mali ulagatelji i kvalificirani ulagatelji – Poznavanje financijskog položaja izdavatelja”

U predmetu C-910/19,

povodom zahtjeva za prethodnu odluku na temelju članka 267. UFEU-a, koji je uputio Tribunal Supremo (Vrhovni sud, Španjolska), odlukom od 10. prosinca 2019., koju je Sud zaprimio 12. prosinca 2019., u postupku

Bankia SA

protiv

Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS),

SUD (četvrto vijeće),

u sastavu: M. Vilaras, predsjednik vijeća, N. Piçarra (izvjestitelj), D. Šváby, S. Rodin i K. Jürimäe, suci,

nezavisni odvjetnik: J. Richard de la Tour,

tajnik: A. Calot Escobar,

uzimajući u obzir pisani postupak,

uzimajući u obzir očitovanja koja su podnijeli:

- za Bankia SA, J. M. Fatás Monforte, J. Salinas Aguirre i D. Sarmiento Ramírez-Escudero, *abogados*,
- za Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), L. Lozano García, *abogada*,
- za španjolsku vladu, L. Aguilera Ruiz i J. Rodríguez de la Rúa Puig, u svojstvu agenata,
- za češku vladu, M. Smolek, J. Vlácil i J. Očková, u svojstvu agenata,
- za Europsku komisiju, T. Scharf i J. Rius Riu, u svojstvu agenata,

saslušavši mišljenje nezavisnog odvjetnika na raspravi održanoj 11. veljače 2021.,

* Jezik postupka: španjolski

donosi sljedeću

Presudu

- 1 Zahtjev za prethodnu odluku odnosi se na tumačenje članka 3. stavka 2. i članka 6. Direktive 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. studenoga 2003. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje te o izmjeni Direktive 2001/34/EZ (SL 2003., L 345, str. 64.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 3., str. 84.), kako je izmijenjena Direktivom 2008/11/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 11. ožujka 2008. (SL 2008., L 76, str. 37.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 9., str. 232.) (u daljnjem tekstu: Direktiva 2003/71).
- 2 Zahtjev je upućen u okviru spora između društva Bankia SA i društva Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS) u pogledu utvrđivanja odgovornosti društva Bankia, kao izdavatelja ponude za upis dionica, zbog informacija sadržanih u prospektu objavljenom prije te ponude.

Pravni okvir

Pravo Unije

- 3 Direktiva 2003/71 stavljena je izvan snage s učinkom od 20. srpnja 2019. Uredbom (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu (SL 2017., L 168, str. 12.). Međutim, s obzirom na vrijeme nastanka činjenica relevantnih za glavni postupak, primjenjuju se odredbe Direktive 2003/71.
- 4 U uvodnim izjavama 10., 16., 18., 19., 21. i 27. Direktive 2003/71 navodi se:

„(10) Svrha ove Direktive i njenih provedbenih mjera je osigurati zaštitu ulagatelja i učinkovitost tržišta u skladu s visokim regulatornim standardima donesenim na mjerodavnim međunarodnim forumima.

[...]

(16) Jedan je od ciljeva ove Direktive zaštita ulagatelja. Stoga je primjereno uzeti u obzir različite zahtjeve za zaštitu različitih kategorija ulagatelja i njihovu razinu stručnosti. Prospektom omogućeno objavljivanje ne traži se za ponude ograničene na kvalificirane ulagatelje. U suprotnom, svaka preprodaja javnosti ili javno trgovanje putem uvrštenja za trgovanje na uređenom tržištu zahtijeva objavu prospekta.

[...]

(18) Odredba o potpunoj informaciji u pogledu vrijednosnih papira i izdavatelja tih vrijednosnih papira, zajedno s pravilima poslovanja, promiče zaštitu ulagatelja. Nadalje, takva informiranost omogućuje učinkovita sredstva povećanja povjerenja u vrijednosne papire i stoga pridonosi pravilnom funkcioniranju i razvoju tržišta vrijednosnih papira. Objava prospekta je odgovarajući način da se ove informacije učine dostupnim.

(19) Ulaganje u vrijednosne papire uključuje rizik kao i bilo koji drugi oblik ulaganja. Očuvanje zaštite interesa postojećih i potencijalnih ulagatelja zahtijeva se u svim državama članicama da bi im se omogućilo izvršenje na informacijama temeljene procjene takvih rizika i na taj način donošenje ulagačkih odluka pri potpunoj spoznaji činjenica.

[...]

- (21) Informacija je odlučujući čimbenik za zaštitu ulagatelja; sažetak koji prenosi bitne karakteristike i rizike povezane s izdavateljem, bilo kojim jamcem i vrijednosnim papirima treba uključiti u prospekt. Da bi se osigurao jednostavan pristup ovoj informaciji, sažetak treba napisati na opće razumljivom jeziku i ne bi trebao premašivati 2500 riječi na jeziku na kojem je prospekt izvorno bio sastavljen.

[...]

- (27) Ulagatelje treba zaštititi tako da se osigura objavljivanje pouzdanih informacija. Izdavatelji čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu podliježu stalnoj obvezi objavljivanja informacija, ali se od njih ne traži da redovito izdaju ažurirane informacije. Nastavno na ovu obvezu, izdavatelji trebaju barem godišnje navesti sve relevantne informacije koje su objavljene ili učinjene dostupnim javnosti tijekom proteklih 12 mjeseci, uključujući informacije dostavljene na temelju različitih zahtjeva za izvješćivanjem koja su određena u drugom zakonodavstvu Zajednice. [...]"

5 Članak 2. stavak 1. te direktive određuje:

„U smislu ove Direktive primjenjuju se sljedeće definicije:

[...]

- (d) ‚ponuda vrijednosnih papira javnosti‘ znači priopćavanje osobama u bilo kojem obliku i bilo kojim sredstvima, kojim se predstavlja dovoljno informacija o uvjetima ponude i ponuđenim vrijednosnim papirima, kako bi se omogućilo ulagatelju da odluči kupiti ili upisati ove vrijednosne papire. Ova definicija također će se primjenjivati na plasman vrijednosnih papira putem financijskih posrednika;
- (e) ‚kvalificirani ulagatelji‘ znači:
- pravne osobe koje imaju odobrenje za rad ili su subjekt nadzora pri poslovanju na financijskim tržištima, uključujući: kreditne institucije, investicijska društva, druge financijske institucije koje imaju odobrenje za rad ili su subjekt nadzora, društva za osiguranje, subjekte za zajednička ulaganja i njihova društva za upravljanje, mirovinske fondove i njihova društva za upravljanje, osobe koje trguju robama, kao i subjekte koji nemaju odobrenje za rad niti su subjekt nadzora, a čija je poslovna svrha isključivo ulaganje u vrijednosne papire;
 - nacionalne i regionalne vlade, središnje banke, međunarodne i nadnacionalne institucije kao što su Međunarodni monetarni fond, Europska središnja banka, Europska investicijska banka i druge slične međunarodne organizacije;

[...]

- određene fizičke osobe: primjenom načela uzajamnog priznavanja, država članica može odabrati da ovlasti fizičke osobe koje su rezidenti države članice i koje izrijeком traže da ih se razmotri kao kvalificirane ulagatelje, ako ove osobe ispunjavaju barem dva kriterija navedena u stavku 2.;
- određena mala i srednja poduzeća; primjenom načela uzajamnog priznavanja, država članica može odabrati da ovlasti mala i srednja poduzeća sa sjedištem u toj državi članici i koja izrijeком traže da se razmotre kao kvalificirani ulagatelji;

[...]

- (h) ‚izdavatelj‘ znači pravna osoba koja izdaje ili namjerava izdati vrijednosne papire;

[...]"

- 6 Članak 3. navedene direktive naslovljen „Obveza objavljivanja prospekta” propisivao je:

„1. Države članice ne dopuštaju da se bilo kakva ponuda vrijednosnih papira objavi javnosti na njihovom području bez prethodne objave prospekta.

2. Obveza objavljivanja prospekta ne primjenjuje se na sljedeće vrste ponuda:

(a) ponudu vrijednosnih papira upućenu isključivo kvalificiranim ulagateljima [...]

[...]

3. Države članice osiguravaju da svako uvrštenje vrijednosnih papira za trgovanje na uređenom tržištu sa sjedištem ili koje posluje na njihovom području podliježe obvezi objavljivanja prospekta.”

- 7 Za određene kategorije vrijednosnih papira članak 4. te direktive predviđa odstupanja od obveze objavljivanja prospekta.

- 8 Članak 5. Direktive 2003/71 određivao je:

„1. Ne dovodeći u pitanje članak 8. stavak 2., prospekt sadržava sve informacije koje su, u skladu s posebnim karakteristikama izdavatelja i vrijednosnih papira ponuđenih javnosti ili uvrštenih za trgovanje na uređenom tržištu, nužne da bi se ulagateljima omogućilo izvršenje na informacijama temeljene procjene imovine i obveza, financijskog položaja, dobiti i gubitaka, kao i očekivanja izdavatelja i bilo kojeg jamca, te prava danih takvim vrijednosnim papirima. Ova informacija mora biti predstavljena u [obliku koji je jednostavno analizirati i razumjeti].

2. Prospekt sadržava informaciju koja se odnosi na izdavatelja i vrijednosne papire koji će biti ponuđeni javnosti ili koji će biti uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu. Također uključuje sažetak. Sažetak prenosi u kratkom obliku i na opće razumljivom jeziku bitne karakteristike i rizike povezane s izdavateljem, bilo kojim jamcem i vrijednosnim papirima na jeziku na kojem je prospekt izvorno sastavljen. Sažetak također sadržava upozorenje da:

[...]

(d) osobe koje su izradile sažetak, uključujući njegov prijevod, i zatražile njegovo dostavljanje, imaju građanskopravnu odgovornost, ali samo ukoliko sažetak dovodi u zabludu, ako je netočan ili je nedosljedan kad ga se čita zajedno s drugim dijelovima prospekta.

[...]"

- 9 Člankom 6. iste direktive, pod naslovom „Odgovornost povezana s prospektom”, utvrđuje se:

„1. Države članice osiguravaju da se odgovornost za informacije dane u prospektu povezuje barem s izdavateljem ili njegovim upravnim, rukovodećim ili nadzornim tijelima, ponuditeljem, osobom koja traži uvrštenje za trgovanje na uređenom tržištu ili jamcem, ovisno o slučaju. Odgovorne osobe će biti jasno navedene u prospektu zajedno s njihovim imenima i funkcijama ili, u slučaju pravnih osoba, njihovim imenima i sjedištima kao i njihovim izjavama da su, prema njihovim saznanjima, informacije sadržane u prospektu u skladu sa stvarnim činjenicama i da iz prospekta nisu izostavljene informacije koje bi mogle utjecati na njegovo značenje.

2. Države članice osiguravaju da se njihovi zakoni i drugi propisi o građanskopravnoj odgovornosti primjenjuju na one osobe koje su odgovorne za informacije dane u prospektu.

Međutim, države članice također osiguravaju da se nikakva građanskopravna odgovornost ne povezuje s bilo kojom osobom isključivo na temelju sažetka, uključujući bilo koji njegov prijevod, osim ako dovodi u zabludu, ako je netočan ili je nedosljedan kad ga se čita zajedno s drugim dijelovima prospekta.”

Španjolsko pravo

- 10 Članak 28. Leya 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores (Zakon 24/1988 o tržištu vrijednosnih papira) od 28. srpnja 1988. (BOE br. 181 od 29. srpnja 1988., str. 23405.), u verziji koja se primjenjuje u glavnom postupku, predviđao je:

„1. Odgovornost za informacije dane u prospektu povezuje se barem s izdavateljem, ponuditeljem ili osobom koja traži uvrštenje za trgovanje na uređenom tržištu i upraviteljima prethodnih osoba, u skladu sa zakonom predviđenim uvjetima.

[...]

2. Osobe odgovorne za informacije dane u prospektu bit će u njemu jasno navedene zajedno sa svojim imenima i funkcijama ili, u slučaju pravnih osoba, svojim imenima i sjedištima. Isto tako, morat će izjaviti da su, prema svojim saznanjima, informacije sadržane u prospektu u skladu sa stvarnim činjenicama i da iz prospekta nisu izostavljene informacije koje bi mogle utjecati na njegovo značenje.

3. U skladu sa zakonom predviđenim uvjetima, sve osobe navedene u prethodnim stavcima, ovisno o slučaju, dužne su nadoknaditi svu štetu koju su eventualno prouzročile nositeljima stečenih vrijednosnih papira i koja je nastala kao posljedica pogrešnih informacija ili izostavljanja relevantnih informacija iz prospekta ili dokumenta koji prema potrebi sastavlja jamac.

[...]

4. Ne postoji nikakva odgovornost osoba navedenih u prethodnim stavcima na temelju sažetka ili njegova prijevoda, osim ako dovodi u zabludu, ako je netočan ili nedosljedan kad ga se čita zajedno s drugim dijelovima prospekta ili ne pruža, kad ga se čita zajedno s drugim dijelovima prospekta, ključne informacije kako bi se ulagateljima pomoglo prilikom razmatranja o ulaganju u takve vrijednosne papire.”

- 11 Članak 30*bis* stavak 1. tog zakona određivao je:

„Javna ponuda za prodaju ili upis vrijednosnih papira znači svako priopćavanje osobama u bilo kojem obliku i bilo kojim sredstvima, kojim se pruža dovoljno informacija o uvjetima ponude i ponuđenim vrijednosnim papirima, kako bi se omogućilo ulagatelju da odluči o kupnji ili upisu tih vrijednosnih papira.

Obveza objavljivanja prospekta ne primjenjuje se na sljedeće vrste ponuda koje se, slijedom toga, za potrebe ovog zakona, neće smatrati javnom ponudom:

(a) ponudu vrijednosnih papira upućenu isključivo kvalificiranim ulagateljima.

[...]”

Glavni postupak i prethodna pitanja

- 12 Društvo Bankia je 2011. provelo javnu ponudu za upis dionica podijeljenu na dvije tranše, kako bi ga se uvrstilo na burzu. Prva tranša bila je upućena ulagateljima koji nisu kvalificirani ulagatelji, u smislu članka 2. stavka 1. točke (e) Direktive 2003/71 (u daljnjem tekstu: mali ulagatelji), kao i zaposlenicima i upraviteljima tog društva, dok je druga tranša, takozvana „institucionalna tranša”, bila upućena „kvalificiranim ulagateljima”.
- 13 Te dvije tranše ponude bile su ponuđene počevši od datuma upisa prospekta u registar Comisión Nacional del Mercado de Valores (Državna komisija za tržište vrijednosnih papira, Španjolska), odnosno 29. lipnja 2011. Od tog datuma pa sve do 18. srpnja 2011. trajalo je takozvano „razdoblje prikupljanja ponuda” u kojem su potencijalni kvalificirani ulagatelji mogli podnijeti svoje prijedloge za upis. Dana 18. srpnja 2011. utvrđena cijena dionica iznosila je 3,75 eura i za tranšu namijenjenu malim ulagateljima i za institucionalnu tranšu. Prijedlozi za upis odabrani su i postali su neopozivi nakon što su potvrđeni. Do odluke o dodjeli odgovarajućih dionica ulagateljima došlo je isti dan, a službeno uvrštenje za trgovanje izvršeno je sljedećeg dana.
- 14 U okviru ponude za upis društvo Bankia stupilo je u kontakt s UMAS-om, subjektom koji obavlja djelatnost osiguranja u sklopu uzajamnih fondova i koje se smatra kvalificiranim ulagateljem. UMAS je 5. srpnja 2011. potpisao nalog za kupnju 160 000 dionica, u iznosu od 3,75 eura po dionici, što je ukupno iznosilo 600 000 eura.
- 15 Nakon revizije godišnjeg financijskog izvještaja društva Bankia, dionice tog društva izgubile su gotovo cjelokupnu vrijednost na sekundarnom tržištu te je trgovanje tim dionicama obustavljeno.
- 16 UMAS je protiv društva Bankia podnio tužbu, prije svega, za proglašenje ništavosti naloga za kupnju dionica zbog mane volje prisutne prilikom davanja suglasnosti i, podredno, za utvrđivanje odgovornosti društva Bankia zbog neistinitosti prospekta. Prvostupanjski sud utvrdio je ništavost naloga za kupnju dionica i naložio povrat iznosa koje je isplatio UMAS a da nije odlučio o odgovornosti društva Bankia.
- 17 Bankia je podnijela žalbu protiv te presude Audienciji Provincial de Madrid (Provincijski sud u Madridu, Španjolska), koja je, za razliku od prvostupanjskog suda, odbila UMAS-ovu tužbu za proglašenje ništavosti, ali je prihvatila tužbu za utvrđivanje odgovornosti u pogledu prospekta.
- 18 Nakon te presude Bankia je podnijela žalbu sudu koji je uputio zahtjev, Tribunalu Supremo (Vrhovni sud, Španjolska), koji je u okviru postupaka koje su pokrenuli mali ulagatelji već presudio da je prospekt koji je izdala banka Bankia sadržavao ozbiljne pogreške u pogledu stvarnog financijskog položaja tog društva.
- 19 Sud koji je uputio zahtjev ističe da je zbog tranše ponude namijenjene malim ulagateljima postalo obvezno objavljivanje prospekta koji je, iako nije namijenjen kvalificiranim ulagateljima, mogao utjecati na odluku potonjih o ulaganju. Taj sud je smatrao da ni u Direktivi 2003/71 ni u španjolskom pravu nije izričito predviđena mogućnost da kvalificirani ulagatelji zatraže utvrđivanje odgovornosti izdavatelja zbog netočnog prospekta kada se provodi mješovita javna ponuda za upis, odnosno ponuda koja je upućena i malim i kvalificiranim ulagateljima. On naglašava da članak 3. stavak 2. Direktive 2003/71 oslobađa izdavatelje ponuda od obveze objavljivanja prospekta za ponude upućene isključivo kvalificiranim ulagateljima, s obzirom na to da se za potonje smatra da raspoložu stručnošću i sredstvima informiranja koji im omogućuju donošenje informirane odluke, dok se u uvodnoj izjavi 27. te direktive navodi da zaštita ulagatelja treba biti zajamčena objavom pouzdane informacije, bez razlikovanja između različitih kategorija ulagatelja.

20 U tim okolnostima, Tribunal Supremo (Vrhovni sud) odlučio je prekinuti postupak i uputiti Sudu sljedeća prethodna pitanja:

- „1. U slučaju da je javna ponuda za upis dionica upućena i malim ulagateljima i kvalificiranim ulagateljima i da se izda prospekt upućen malim ulagateljima, [treba li članak 3. stavak 2. i članak 6. Direktive 2003/71 tumačiti na način da su] postupkom za utvrđivanje odgovornosti na temelju prospekta obuhvaćene obje vrste ulagatelja ili samo mali ulagatelji?
2. U slučaju da odgovor na prethodno pitanje potvrđuje da su tim postupkom obuhvaćeni i kvalificirani ulagatelji, je li moguće ocijeniti njihov stupanj poznavanja financijskog položaja izdavatelja javne ponude za upis neovisno o prospektu, ovisno o njihovim pravnim ili trgovačkim odnosima s tim izdavateljem (sudjelovanje u njegovu kapitalu, upravnim tijelima itd.)?”

Dopuštenost zahtjeva za prethodnu odluku

- 21 UMAS ističe da je zahtjev za prethodnu odluku nedopušten, kao prvo, zato što stranke glavnog postupka nisu postavile pitanja koja je postavio sud koji je uputio zahtjev i da ih sud koji je uputio zahtjev ne može postaviti po službenoj dužnosti. Kao drugo, zahtjev za prethodnu odluku ne ispunjava zahtjeve iz članka 94. Poslovnika Suda zbog propusta i nedostataka u predstavljanju činjenica kao i u prikazu razloga koji su naveli sud koji je uputio zahtjev da pokrene postupak pred Sudom. Kao treće, nacionalno zakonodavstvo o kojem je riječ u glavnom postupku ne ostavlja mjesta ikakvoj sumnji u pogledu osoba koje mogu pokrenuti postupak za utvrđivanje odgovornosti iz članka 6. Direktive 2003/71.
- 22 Na prvom mjestu valja podsjetiti na to da sustav uspostavljen člankom 267. UFEU-a radi osiguranja ujednačenog tumačenja prava Unije u državama članicama uspostavlja izravnu suradnju Suda i nacionalnih sudova u okviru postupka koji isključuje bilo kakvu inicijativu stranaka. Iako navedeni sud može pozvati stranke u sporu koji je pred njime pokrenut da predlože pitanja koja se mogu upotrijebiti pri sastavljanju prethodnih pitanja, ostaje činjenica da je naposljetku sam dužan odlučiti o njihovom obliku i sadržaju (vidjeti u tom smislu presudu od 18. srpnja 2013., Consiglio Nazionale dei Geologi, C-136/12, EU:C:2013:489, t. 28. do 30.).
- 23 Stoga, pod pretpostavkom da se, kao što to tvrdi UMAS, ovaj zahtjev za prethodnu odluku odnosi na pitanja koja stranke u glavnom postupku nisu istaknule, ta okolnost ne može dovesti do njegove nedopuštenosti.
- 24 Na drugom mjestu, za pitanja o tumačenju prava Unije koja je uputio nacionalni sud u pravnom i činjeničnom okviru koji utvrđuje pod vlastitom odgovornošću i čiju točnost Sud ne provjerava, vrijedi pretpostavka relevantnosti (presuda od 26. ožujka 2020., Miasto Łowicz i Prokurator Generalny, C-558/18 i C-563/18, EU:C:2020:234, t. 43.). Sud može odbiti odlučivati o prethodnom pitanju koje je postavio nacionalni sud samo ako, osobito, nisu ispunjeni zahtjevi u vezi sa sadržajem zahtjeva za prethodnu odluku navedeni u članku 94. Poslovnika ili ako je očito da zatraženo tumačenje pravila Unije nema nikakve veze s činjeničnim stanjem ili predmetom spora u glavnom postupku ili ako je problem hipotetski (vidjeti u tom smislu presudu od 3. rujna 2020., Supreme Site Services i dr. , C-186/19, EU:C:2020:638, t. 42.).
- 25 Međutim, na temelju argumenata koje je UMAS iznio u pogledu španjolskog zakonodavstva primjenjivog u glavnom postupku ne može se dovesti u pitanje pretpostavka relevantnosti koju uživaju pitanja koja je postavio sud koji je uputio zahtjev. Osim toga, potonji sud je poštovao zahtjeve iz članka 94. Poslovnika s obzirom na to da je dovoljno precizno izložio činjenične i pravne elemente o kojima je riječ u glavnom postupku, predmet potonjeg kao i vezu koja postoji između njega i zatraženog tumačenja odredaba prava Unije.

26 Prema tome, zahtjev za prethodnu odluku je dopušten.

O prethodnim pitanjima

Prvo pitanje

- 27 Svojim prvim pitanjem sud koji je uputio zahtjev u biti pita treba li članak 6. Direktive 2003/71 u vezi s njezinim člankom 3. stavkom 2. točkom (a) tumačiti na način da, u slučaju javne ponude za upis dionica upućene kako malim tako i kvalificiranim ulagateljima, postupak za utvrđivanje odgovornosti zbog informacija iz prospekta mogu pokrenuti ne samo mali nego i kvalificirani ulagatelji.
- 28 Prema ustaljenoj sudskoj praksi Suda, pri tumačenju odredbe prava Unije u obzir treba uzeti ne samo njezin tekst i njezine ciljeve nego i njezin kontekst i sve odredbe prava Unije (presuda od 11. ožujka 2020., X (Naplata dodatnih uvoznih carina), C-160/18, EU:C:2020:190, t. 34. i navedena sudska praksa).
- 29 U tom pogledu valja istaknuti da Direktiva 2003/71 ne određuje ulagatelje koji mogu pokrenuti takav postupak za utvrđivanje odgovornosti. Naime, ta direktiva u članku 6. stavku 1. samo navodi osobe za koje se može utvrditi odgovornost zbog pogrešnog ili nepotpunog sadržaja prospekta.
- 30 Kad je riječ o ciljevima te direktive, iz njezine uvodne izjave 10. osobito proizlazi da su zaštita ulagatelja kao i dobro funkcioniranje i razvoj tržišta njezina srž (vidjeti u tom smislu presudu od 17. rujna 2014., Almer Beheer i Daedalus Holding, C-441/12, EU:C:2014:2226, t. 31. i 33.).
- 31 Osim toga, iz zajedničkog tumačenja uvodnih izjava 18., 21. i 27. Direktive 2003/71 proizlazi da potpuna, pouzdana i lako dostupna informacija o prenosivim vrijednosnim papirima i izdavateljima osnažuje zaštitu ulagatelja i predstavlja učinkovito sredstvo za jačanje povjerenja javnosti, pridonoseći tako dobrom funkcioniranju i razvoju predmetnih tržišta, kako ne bi došlo do nepravilnosti u njihovu funkcioniranje (vidjeti u tom smislu presudu od 17. rujna 2014., Almer Beheer i Daedalus Holding, C-441/12, EU:C:2014:2226, t. 33.).
- 32 U tom kontekstu, objava prospekta, kao što to proizlazi iz uvodne izjave 19. te direktive, pridonosi uspostavi jamstava čiji je cilj zaštita interesa stvarnih i potencijalnih ulagatelja kako bi im se omogućilo da ocijene rizike ulaganja u vrijednosne papire i tako donesu odluke o ulaganju uz potpuno poznavanje činjenica.
- 33 Iz prethodno navedenog proizlazi da se ulagatelj koji je sudjelovao u ponudi vrijednosnih papira u okviru koje je objavljen prospekt može opravdano temeljiti na informacijama iz tog prospekta te stoga ima pravo pokrenuti postupak za utvrđivanje odgovornosti zbog tih informacija bez obzira na to je li navedeni prospekt bio upućen njemu ili nije.
- 34 Razlikovanje malih i kvalificiranih ulagatelja koje proizlazi iz članka 3. te direktive ne dovodi u pitanje to tumačenje članka 6. Direktive 2003/71.
- 35 Točno je da članak 3. stavak 2. navedene direktive predviđa niz odstupanja od opće obveze objavljivanja prospekta, utvrđene u stavku 1. tog članka, osobito kada je ponuda vrijednosnih papira upućena isključivo kvalificiranim ulagateljima. Kako je navedeno u uvodnoj izjavi 16. te direktive, zakonodavac Unije namjeravao je razlikovati potrebe zaštite različitih kategorija ulagatelja, osobito s obzirom na njihovu razinu stručnosti. Stoga su ponude vrijednosnih papira koje su isključivo rezervirane za kvalificirane ulagatelje izuzete od obveze prethodne objave prospekta, s obzirom na to da potonji, za razliku od malih ulagatelja, mogu vlastitim sredstvima imati pristup informacijama potrebnima da bi donijeli odluke o ulaganju, neovisno o prospektu.

- 36 Međutim, iz članka 3. stavka 2. točke (a) Direktive 2003/71 – koji, kao iznimku od načela utvrđenog u članku 3. stavku 1. te direktive, valja usko tumačiti (vidjeti analogijom presude od 29. srpnja 2019., Funke Medien NRW, C-469/17, EU:C:2019:623, t. 69., kao i od 3. ožujka 2020., Gómez del Moral Guasch, C-125/18, EU:C:2020:138, t. 30.) – ne može se zaključiti da su kvalificirani ulagatelji lišeni mogućnosti pokretanja postupka za utvrđivanje odgovornosti iz članka 6. Direktive 2003/71, zbog informacija sadržanih u prospektu objavljenom na temelju njezina članka 3. stavka 1.
- 37 Naime, u slučaju mješovite ponude, poput one o kojoj je riječ u glavnom postupku, koja je namijenjena kako kvalificiranim tako i malim ulagateljima, svi ulagatelji, neovisno o svojem svojstvu, raspolažu tim dokumentom za koji se smatra, kao što je to navedeno u točki 33. ove presude, da sadržava potpune i pouzdane informacije na koje se opravdano mogu osloniti. Osim toga, kao što je to naveo nezavisni odvjetnik u točki 30. svojeg mišljenja, odstupanja od obveze objavljivanja prospekta iz članka 3. stavka 2. te direktive ne zabranjuju dobrovoljno objavljivanje takvog dokumenta upućeno svim ulagateljima.
- 38 Kao što je nezavisni odvjetnik u biti istaknuo u točki 38. svojeg mišljenja, činjenica da članci 3. i 4. Direktive 2003/71 posebno predviđaju brojna odstupanja od obveze objavljivanja prospekta, dok je u članku 6. navedene direktive utvrđeno beziznimno načelo građanskopravne odgovornosti u slučaju netočnog prospekta, mora dovesti do tumačenja potonje odredbe prema kojem u slučaju objave prospekta mora postojati mogućnost pokretanja postupka za utvrđivanje građanskopravne odgovornosti zbog informacija navedenih u tom prospektu, i to neovisno o svojstvu ulagatelja koji se smatra oštećenim.
- 39 S obzirom na prethodno navedeno, na prvo pitanje valja odgovoriti tako da članak 6. Direktive 2003/71, u vezi s njezinim člankom 3. stavkom 2. točkom (a), treba tumačiti na način da u slučaju javne ponude za upis dionica upućene kako malim tako i kvalificiranim ulagateljima postupak za utvrđivanje odgovornosti zbog informacija iz prospekta mogu pokrenuti ne samo mali nego i kvalificirani ulagatelji.

Drugo pitanje

- 40 Svojim drugim pitanjem sud koji je uputio zahtjev u biti pita treba li članak 6. stavak 2. Direktive 2003/71 tumačiti na način da mu se protive nacionalne odredbe koje, u okviru postupka za utvrđivanje odgovornosti koji je pokrenuo kvalificirani ulagatelj zbog informacija iz prospekta, omogućuju ili čak nalažu sudu da uzme u obzir činjenicu da je taj ulagatelj imao ili trebao imati saznanja o financijskom položaju izdavatelja javne ponude za upis dionica s obzirom na odnos tog ulagatelja s izdavateljem, i neovisno o prospektu.
- 41 U tom pogledu, najprije valja podsjetiti na to da članak 6. stavak 2. Direktive 2003/71 u svojem prvom podstavku predviđa da države članice osiguravaju da se njihovi zakoni i drugi propisi o građanskopravnoj odgovornosti primjenjuju na one osobe koje su odgovorne za informacije dane u prospektu. Taj članak 6. stavak 2. stoga ne zahtijeva donošenje posebnih odredaba nacionalnog prava u tom području, uz pridržaj, u skladu s drugim podstavkom tog stavka, da se nikakva građanskopravna odgovornost ne može pripisati „osobi” samo na temelju sažetka prospekta ili njegova prijevoda, osim ako dovodi u zabludu, ako je netočan ili nedosljedan u odnosu na druge dijelove prospekta.
- 42 Iz toga proizlazi da članak 6. stavak 2. Direktive 2003/71 državama članicama dodjeljuje, kao što je to u biti naveo nezavisni odvjetnik u točkama 44., 47. i 49. svojeg mišljenja, široku marginu prosudbe za uspostavljanje postupovnih pravila za provedbu postupka utvrđivanja odgovornosti zbog informacija sadržanih u prospektu.

- 43 Osim toga, iz članka 3. stavka 2. točke (a) te direktive, u vezi s njezinom uvodnom izjavom 16., proizlazi da iako prospekt prodaje vrijednosnih papira sadržava informacije koje su malim ulagateljima bitne kako bi im se omogućilo da donose odluke o ulaganju uz potpuno poznavanje činjenica, kvalificirani ulagatelji, vodeći računa osobito o njihovoj razini stručnosti, obično imaju pristup drugim informacijama koje bi mogle usmjeriti njihovo odlučivanje.
- 44 Stoga je državama članicama načelno dopušteno da – donošenjem, u slučaju potrebe, posebnih odredbi u svojim nacionalnim pravnim porecima u području građanskopravne odgovornosti – omoguće ili čak nalože da se razina stručnosti kvalificiranog ulagača, kao i njegovi odnosi s dotičnim izdavateljem vrijednosnih papira, uzmu u obzir u fazi uspostavljanja odgovornosti zbog informacija iz prospekta, na temelju članka 6. stavka 2. Direktive 2003/71.
- 45 Međutim, iako države članice raspolažu širokom marginom prosudbe prilikom uspostavljanja postupovnih pravila za provedbu postupka za utvrđivanje odgovornosti iz članka 6. te direktive, u skladu s načelom institucionalne i postupovne autonomije, to se načelo ipak mora primijeniti poštujući načela ekvivalentnosti i djelotvornosti, kako bi se očuvao korisni učinak primjenjivih odredbi prava Unije (vidjeti analogijom presudu od 19. prosinca 2013., *Hirrmann*, C-174/12, EU:C:2013:856, t. 40.).
- 46 Načelo ekvivalentnosti nalaže da nacionalne postupovne odredbe koje uređuju situacije na koje se primjenjuje pravo Unije nisu manje povoljne od onih koje uređuju slične situacije na koje se primjenjuje nacionalno pravo, dok načelo djelotvornosti zahtijeva da takve odredbe ne čine nemogućim ili pretjerano teškim ostvarivanje prava dodijeljenih pravom Unije (vidjeti u tom smislu presudu od 19. prosinca 2019., *Deutsche Umwelthilfe*, C-752/18, EU:C:2019:1114, t. 33.).
- 47 Posljedično, u slučaju da se odredbama nacionalnog prava omogućuje ili čak nalaže, u okviru postupka za utvrđivanje odgovornosti, na temelju članka 6. stavka 2. Direktive 2003/71, uzimanje u obzir saznanja o financijskom položaju izdavatelja kojim raspolaže ili mora raspolagati kvalificirani ulagatelj, s obzirom na odnose potonjeg s tim izdavateljem, na nacionalnom je sudu pred kojim je pokrenut takav postupak za utvrđivanje odgovornosti da provjeri jesu li te odredbe manje povoljne od onih kojima se uređuju slični postupci koje predviđa nacionalno pravo te čine li u praksi nemogućim ili pretjerano teškim pokretanje navedenog postupka za utvrđivanje odgovornosti.
- 48 S obzirom na prethodno navedeno, na drugo pitanje valja odgovoriti tako da članak 6. stavak 2. Direktive 2003/71 treba tumačiti na način da mu se ne protive odredbe nacionalnog prava koje, u okviru postupka za utvrđivanje odgovornosti koji pokreće kvalificirani ulagatelj zbog informacija sadržanih u prospektu, omogućuju ili čak nalažu da sud uzme u obzir činjenicu da je taj ulagatelj imao ili je trebao imati saznanja o financijskom položaju izdavatelja javne ponude za upis dionica, s obzirom na odnose tog ulagatelja s tim izdavateljem i neovisno o prospektu, pod uvjetom da te odredbe nisu manje povoljne od onih kojima se uređuju slični postupci predviđeni nacionalnim pravom i da u praksi ne čine nemogućim ili pretjerano teškim pokretanje takvog postupka.

Troškovi

- 49 Budući da ovaj postupak ima značaj prethodnog pitanja za stranke glavnog postupka pred sudom koji je uputio zahtjev, na tom je sudu da odluči o troškovima postupka. Troškovi podnošenja očitovanja Sudu, koji nisu troškovi spomenutih stranaka, ne nadoknađuju se.

Slijedom navedenoga, Sud (četvrto vijeće) odlučuje:

- 1. Članak 6. Direktive 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. studenoga 2003. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje te o izmjeni Direktive 2001/34/EZ, kako je izmijenjena Direktivom**

2008/11/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 11. ožujka 2008., u vezi s člankom 3. stavkom 2. točkom (a) te direktive, kako je izmijenjena Direktivom 2008/11, treba tumačiti na način da u slučaju javne ponude za upis dionica upućene kako malim tako i kvalificiranim ulagateljima postupak za utvrđivanje odgovornosti zbog informacija iz prospekta mogu pokrenuti ne samo mali nego i kvalificirani ulagatelji.

2. Članak 6. stavak 2. Direktive 2003/71, kako je izmijenjena Direktivom 2008/11, treba tumačiti na način da mu se ne protive odredbe nacionalnog prava koje, u okviru postupka za utvrđivanje odgovornosti koji pokreće kvalificirani ulagatelj zbog informacija sadržanih u prospektu, omogućuju ili čak nalažu da sud uzme u obzir činjenicu da je taj ulagatelj imao ili je trebao imati saznanja o financijskom položaju izdavatelja javne ponude za upis dionica, s obzirom na odnose tog ulagatelja s tim izdavateljem i neovisno o prospektu, pod uvjetom da te odredbe nisu manje povoljne od onih kojima se uređuju slični postupci predviđeni nacionalnim pravom i da u praksi ne čine nemogućim ili pretjerano teškim pokretanje tog postupka.

Potpisi