



Jurisprudentie

CONCLUSIE VAN ADVOCaat-GENERAAL
J. RICHARD DE LA TOUR
van 11 februari 2021¹

Zaak C-910/19

Bankia SA
tegen
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

[verzoek van de Tribunal Supremo (hoogste rechterlijke instantie, Spanje) om een prejudiciële beslissing]

„Prejudiciële verwijzing – Richtlijn 2003/71/EG – Vennootschappen – Verplichting tot publicatie van een prospectus wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten – Gekwalificeerde en niet-gekwalificeerde beleggers – Civielrechtelijke aansprakelijkheid jegens de gekwalificeerde beleggers in geval van een onjuist of onvolledig prospectus”

I. Inleiding

1. Het verzoek om een prejudiciële beslissing betreft de uitlegging van artikel 3, lid 2, en artikel 6 van richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG².
2. Het onderhavige verzoek is ingediend in het kader van een geding tussen Bankia SA en Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), een onderlinge verzekeringsmaatschappij, naar aanleiding van de verwerving door de laatste vennootschap van aandelen in de eerste vennootschap waarbij het prospectus ernstige onjuistheden bevatte.
3. De onderhavige zaak biedt het Hof de gelegenheid om de bepalingen uit te leggen van richtlijn 2003/71, die heeft voorzien in een prospectus dat als het enig paspoort kan worden gebruikt voor alle plaatsen waar in de Unie effecten worden genoteerd die door een uitgevende instelling zijn uitgegeven. Hoewel die richtlijn de inhoud van dat prospectus grotendeels heeft geharmoniseerd, heeft zij enige handelingsvrijheid gelaten, ten eerste, aan de lidstaten bij de keuze van het stelsel en de regels volgens welke uitgevende instellingen of aanbieders civielrechtelijk aansprakelijk kunnen worden gesteld wat de inhoud van de in het prospectus vermelde informatie betreft en, ten

¹ Oorspronkelijke taal: Frans.

² PB 2003, L 345, blz. 64.

tweede, aan de uitgevende instellingen, die weliswaar in bepaalde gevallen niet verplicht zijn dat prospectus te publiceren, met name wanneer de aanbieding tot inschrijving op effecten uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers is gericht, maar dit toch op vrijwillige basis kunnen doen.

4. Aldus wenst de Tribunal Supremo (hoogste rechterlijke instantie, Spanje) met zijn verzoek om een prejudiciële beslissing te vernemen, ten eerste, of een onjuist prospectus kan dienen als grondslag voor een civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering van een gekwalificeerde belegger en, ten tweede, of het bewijs van de kennis die de gekwalificeerde belegger heeft van de werkelijke situatie van de uitgevende instelling kan worden afgeleid uit de tussen hem en die instelling bestaande commerciële of juridische relaties (medeaandeelhouder zijn, deel uitmaken van de bestuursorganen, enz.).

5. Ik geef het Hof in overweging de eerste vraag aldus te beantwoorden dat een prospectus met een onjuiste inhoud altijd als grondslag kan dienen voor een civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering van een gekwalificeerde belegger en op de tweede vraag te antwoorden dat de beoordeling, met het oog op de vaststelling van de civielrechtelijke aansprakelijkheid met name van de uitgevende instelling of de aanbieder, van de kennis die gekwalificeerde beleggers hebben van de economische situatie van de uitgevende instelling of de aanbieder zaak van het nationale recht is, met dien verstande dat het doeltreffendheidsbeginsel en het gelijkwaardigheidsbeginsel in acht worden genomen.

II. Toepasselijke bepalingen

A. Richtlijn 2003/71

6. In de overwegingen 10, 16, 18, 19 en 27 van richtlijn 2003/71 staat het volgende te lezen:

„(10) Deze richtlijn en de maatregelen ter uitvoering ervan hebben ten doel de beleggers te beschermen en de efficiëntie van de markt te waarborgen, overeenkomstig de hoge standaarden die door de relevante internationale gremia zijn vastgesteld.

[...]

(16) Een van de doelstellingen van deze richtlijn is het beschermen van beleggers. Het verdient bijgevolg aanbeveling met de uiteenlopende behoefte aan bescherming van de diverse categorieën beleggers rekening te houden, alsmede met hun deskundigheid. Voor aanbiedingen die uitsluitend voor gekwalificeerde beleggers zijn bedoeld, heeft geen informatie te worden verstrekt door middel van de publicatie van een prospectus. Elke doorverkoop van de effecten aan het publiek of openbare verhandeling van de effecten als gevolg van de toelating ervan tot de handel op een gereguleerde markt vereist de publicatie van een prospectus.

[...]

- (18) Samen met gedragsregels bevordert de verstrekking van passende en volledige informatie over effecten en de uitgevende instellingen ervan de bescherming van de beleggers. Deze informatie vormt tevens een doeltreffend middel om het vertrouwen in effecten te versterken en draagt aldus bij tot de goede werking en de ontwikkeling van de effectenmarkten. De informatie dient te worden verstrekt door middel van de publicatie van een prospectus.
- (19) Evenals alle andere beleggingsvormen brengen beleggingen in effecten risico's met zich. In alle lidstaten dienen waarborgen ter bescherming van de belangen van huidige en potentiële beleggers te worden geboden, zodat dezen in staat worden gesteld deze risico's in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.

[...]

- (27) Teneinde beleggers afdoende te beschermen, moet erop worden toegezien dat betrouwbare informatie wordt gepubliceerd. Uitgevende instellingen waarvan de effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, zijn weliswaar verplicht doorlopend informatie te verstrekken, maar niet om periodiek geactualiseerde informatie te publiceren. Bovendien zouden uitgevende instellingen ten minste jaarlijks een lijst moeten opstellen van alle relevante informatie die gedurende de twaalf voorafgaande maanden is bekendgemaakt of ter beschikking gesteld van het publiek, met inbegrip van de informatie uit hoofde van in andere [Uniewetgeving] vastgestelde verslagleggingsvereisten. Aldus zou de periodieke publicatie van consistente en makkelijk te begrijpen informatie worden gegarandeerd. Teneinde een overmatige belasting van sommige uitgevende instellingen te vermijden, zouden uitgevende instellingen van effecten zonder aandelenkarakter, met een hoge nominale waarde per eenheid, niet aan deze verplichting behoeven te voldoen.”

7. Artikel 2 van richtlijn 2003/71 bepaalt:

„1. In de zin van deze richtlijn wordt verstaan onder:

[...]

- d) ‚aanbieding van effecten aan het publiek’: een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten. Deze definitie is ook van toepassing op de plaatsing van effecten via financiële intermediairs;
- e) ‚gekwalificeerde beleggers’:
- i) juridische entiteiten die een vergunning hebben of gereguleerd zijn om op de financiële markten actief te mogen zijn, met inbegrip van kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, andere vergunninghoudende of gereguleerde financiële instellingen, verzekeringsondernemingen, instellingen voor collectieve belegging en de beheermaatschappijen ervan, pensioenfondsen en de beheermaatschappijen ervan, grondstoffentermijnhandelaren, alsmede niet-vergunninghoudende of niet-gereguleerde entiteiten waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in effecten is;

- ii) nationale en regionale regeringen, centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals het Internationaal Monetair Fonds, de Europese Centrale Bank, de Europese Investeringsbank en andere soortgelijke internationale organisaties;
 - iii) andere juridische entiteiten die niet voldoen aan twee van de drie onder f) vervatte criteria;
 - iv) indien een lidstaat daarvoor kiest en onder voorbehoud van wederzijdse erkenning, natuurlijke personen die hun woonplaats in deze lidstaat hebben en die uitdrukkelijk verzoeken om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt, mits deze personen aan ten minste twee van de in lid 2 vervatte criteria voldoen;
 - v) indien een lidstaat daarvoor kiest en onder voorbehoud van wederzijdse erkenning, kleine en middelgrote ondernemingen die hun statutaire zetel in deze lidstaat hebben en die uitdrukkelijk verzoeken om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt;
- f) ‚kleine en middelgrote onderneming’: een onderneming die volgens de meest recente jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoet: een gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250, een balanstotaal van ten hoogste 43 000 000 EUR en een jaarlijkse netto-omzet van ten hoogste 50 000 000 EUR;
- g) ‚kredietinstelling’: een onderneming zoals bedoeld in artikel 1, lid 1, onder a), van richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen³;
- h) ‚uitgevende instelling’: een juridische entiteit die effecten uitgeeft of voornemens is effecten uit te geven;
- i) ‚aanbieder’: een juridische entiteit of natuurlijke persoon die effecten aan het publiek aanbiedt;

[...]

2. Voor de toepassing van lid 1, onder e), iv), gelden de volgende criteria:

- a) de belegger heeft in de loop van de voorafgaande vier kwartalen tenminste tien omvangrijke transacties per kwartaal op effectenmarkten verricht;
- b) de effectenportefeuille van de belegger heeft een omvang van meer dan 0,5 miljoen EUR;
- c) de belegger is ten minste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist.

[...]”

8. In artikel 3 van richtlijn 2003/71 wordt het volgende bepaald:

„1. De lidstaten staan aanbieding van effecten aan het publiek zonder voorafgaande publicatie van een prospectus op hun grondgebied niet toe.

³ PB 2000, L 126, blz. 1.

2. De prospectusplicht geldt niet voor de volgende categorieën aanbiedingen:

a) een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding van effecten; [...]

[...]

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat elke toelating van effecten tot de handel op een op hun grondgebied gelegen of functionerende gereguleerde markt afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus.”

9. Artikel 4 van deze richtlijn voorziet in vrijstellingen van de prospectusplicht voor bepaalde categorieën effecten.

10. Artikel 5 van deze richtlijn luidt als volgt:

„1. Onverminderd artikel 8, lid 2, bevat het prospectus alle gegevens welke in het licht van de specifieke aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten effecten de noodzakelijk informatie vormen om de beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de eventuele garant, en over de rechten welke aan deze effecten verbonden zijn. Deze gegevens worden gepresenteerd in een vorm die makkelijk te analyseren en te begrijpen is.

2. Het prospectus bevat gegevens over de uitgevende instelling en de effecten die aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten. Het omvat ook een samenvatting. De samenvatting beschrijft op beknopte wijze en in niet-technische bewoordingen de belangrijkste kenmerken van en risico's verbonden aan de uitgevende instelling, de eventuele garant en de effecten, in de taal waarin het prospectus oorspronkelijk is gesteld. De samenvatting bevat ook de waarschuwing dat:

a) de samenvatting gelezen moet worden als een inleiding op het prospectus en

b) iedere beslissing om in de effecten te beleggen gebaseerd moet zijn op de bestudering van het gehele prospectus door de belegger en,

c) wanneer een vordering met betrekking tot de informatie in een prospectus bij een rechterlijke instantie aanhangig wordt gemaakt, de belegger die als eiser optreedt eventueel volgens de nationale wetgeving van de lidstaten de kosten voor de vertaling van het prospectus moet dragen voordat de rechtsvordering wordt ingesteld, en

d) de personen die de samenvatting, met inbegrip van een vertaling ervan, hebben ingediend en om kennisgeving ervan hebben verzocht, wettelijk aansprakelijk kunnen worden gesteld, doch enkel indien de samenvatting wanneer zij samen met de andere delen van het prospectus wordt gelezen misleidend, onjuist of inconsistent is.

[...]”

11. Artikel 6 van richtlijn 2003/71 bepaalt:

„1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de verantwoordelijkheid voor de in een prospectus verstrekte informatie ten minste berust bij de uitgevende instelling of bij zijn leidinggevend, toezichhoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant, al naargelang van het geval. De verantwoordelijke personen worden duidelijk in het prospectus geïdentificeerd met vermelding van hun naam en functie of, in geval van rechtspersonen, naam en statutaire zetel, waarbij tevens een door deze personen afgelegde verklaring is opgenomen dat, voor zover hun bekend, de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie.

[...]”

B. Spaans recht

12. Artikel 28 van ley 24/1988 del Mercado de Valores (wet 24/1988 op de effectenmarkt) van 28 juli 1988⁴, in de op het hoofdgeding toepasselijke versie, bepaalt:

„1. De verantwoordelijkheid voor de in het prospectus verstrekte gegevens berust, onder de bij besluit vastgestelde voorwaarden, ten minste bij de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de toelating tot de handel op een officiële secundaire markt, en hun bestuurders.

Evenzo berust de in het vorige lid beschreven verantwoordelijkheid bij de garant van de effecten wat de gegevens betreft die hij moet verstrekken. De met de leiding van de activiteiten belaste entiteit is ook verantwoordelijk voor de controletaken die zij overeenkomstig de bij besluit vastgestelde voorwaarden uitvoert.

De verantwoordelijkheid berust ook, onder de bij besluit vastgestelde voorwaarden en mits het prospectus daarin voorziet, bij de andere personen die de verantwoordelijkheid voor het prospectus op zich nemen, alsmede bij andere dan de bovengenoemde personen die de inhoud van het prospectus hebben goedgekeurd.

2. De personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte gegevens worden duidelijk in het prospectus geïdentificeerd met vermelding van hun naam en functie of, in geval van rechtspersonen, naam en statutaire zetel. Zij moeten ook een verklaring afleggen dat, voor zover hun bekend, de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen.

3. Onder de bij besluit vastgestelde voorwaarden zijn alle in de voorgaande leden bedoelde personen in voorkomend geval aansprakelijk voor alle schade die de houders van de verworven effecten lijden als gevolg van onjuiste gegevens of het weglaten van relevante gegevens in het prospectus of in het, in voorkomend geval, door de garant op te stellen document.

⁴ BOE nr. 181 van 29 juli 1988, blz. 23405.

De verjaringstermijn voor het instellen van een aansprakelijkheidsvordering bedraagt drie jaar nadat de persoon die de vordering instelt, kennis had kunnen hebben van het feit dat de inhoud van het prospectus onjuiste gegevens bevatte of dat er gegevens in waren weggelaten.

4. De in de voorgaande leden bedoelde personen kunnen niet aansprakelijk worden gesteld op basis van de samenvatting alleen, met inbegrip van enigerlei vertaling ervan, tenzij deze misleidend, onjuist of inconsistent is wanneer zij samen met de andere delen van het prospectus wordt gelezen of wanneer zij, gelezen in samenhang met de andere delen van het prospectus, geen essentiële gegevens bevat die beleggers kunnen helpen wanneer zij overwegen in die effecten te beleggen.”

III. Feiten van het hoofdgeding en prejudiciële vragen

13. In 2011 heeft Bankia met het oog op haar beursgang een openbare aanbieding tot inschrijving op aandelen uitgebracht die was onderverdeeld in twee tranches: een eerste tranche voor kleine beleggers, werknemers en bestuurders, en een tweede tranche, de „institutionele tranche”, voor gekwalificeerde beleggers.

14. Vanaf 29 juni 2011, de datum van de registratie van het prospectus door de Comisión Nacional del Mercado de Valores (nationale commissie voor de effectenmarkt, Spanje), zijn de twee tranches aan de beleggers aangeboden. Vanaf dat moment tot 18 juli 2011 vond de zogenoemde boekbuildingperiode plaats, waarin potentiële gekwalificeerde beleggers inschrijvingsvoorstellen konden formuleren.

15. Op 18 juli 2011 werd de prijs van de aandelen voor de twee tranches van de openbare aanbieding vastgesteld op 3,75 EUR.

16. In het kader van de aanbieding tot inschrijving heeft Bankia contact opgenomen met UMAS, een onderlinge verzekeringsmaatschappij, die derhalve als gekwalificeerde belegger wordt beschouwd. Op 5 juli 2011 heeft UMAS een aankooporder van 600 000 EUR voor 160 000 aandelen van Bankia ondertekend tegen 3,75 EUR per aandeel.

17. Als gevolg van een herziening van de jaarrekening van Bankia verloren de aandelen bijna hun volledige waarde op de secundaire markt en werd de beursnotering ervan geschorst.

18. In eerdere, op verzoek van kleine beleggers ingeleide procedures heeft de Tribunal Supremo geoordeeld dat het door Bankia uitgegeven prospectus ernstige onjuistheden bevatte met betrekking tot de werkelijke financiële situatie van de uitgevende instelling.

19. UMAS heeft een procedure ingeleid tegen Bankia, waarbij zij verzocht, primair, om nietigverklaring van de aankooporder voor de aandelen wegens gebrek in de toestemming en, subsidiair, dat Bankia aansprakelijk werd gesteld wegens het niet-waarheidsgetrouwe karakter van het prospectus. De rechter in eerste aanleg heeft vastgesteld dat de aankooporder voor de aandelen nietig was wegens een fout met een gebrek in de toestemming tot gevolg, en heeft de teruggave van de betaalde bedragen gelast.

20. Bankia heeft tegen dat vonnis hoger beroep ingesteld bij de Audiencia Provincial (rechter in tweede aanleg, Spanje). Die rechter heeft de vordering tot nietigverklaring afgewezen, maar heeft de tegen Bankia ingestelde aansprakelijkheidsvordering op grond van het onjuiste prospectus toegewezen.

21. Bankia heeft tegen dat cassatieberoep ingesteld bij de verwijzende rechter. Die rechter heeft geoordeeld dat, wanneer de openbare aanbieding tot inschrijving gemengd is, dit wil zeggen zowel tot kleine beleggers als tot gekwalificeerde beleggers is gericht, noch richtlijn 2003/71, noch het Spaanse recht uitdrukkelijk voorziet in de mogelijkheid voor gekwalificeerde beleggers om de uitgevende instelling op grond van een onjuist prospectus aansprakelijk te stellen. De verwijzende rechter benadrukt in dit verband dat artikel 3, lid 2, van die richtlijn voorziet in een vrijstelling van de prospectusplicht voor aanbiedingen die uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers zijn gericht, aangezien deze beleggers over de capaciteit en de informatiemiddelen beschikken om met kennis van zaken een beslissing te nemen. Evenwel moet volgens overweging 27 van die richtlijn, erop worden toegezien dat betrouwbare informatie wordt gepubliceerd teneinde beleggers afdoende te beschermen.

22. In deze context heeft de verwijzende rechter de behandeling van de zaak geschorst en het Hof verzocht om een prejudiciële beslissing over de volgende vragen met betrekking tot de uitlegging van artikel 3, lid 2, en artikel 6 van richtlijn 2003/71:

- „1) Kan de aansprakelijkheidsvordering met betrekking tot het prospectus, wanneer een openbare aanbieding tot inschrijving op aandelen zowel tot kleine beleggers als tot gekwalificeerde beleggers is gericht en er een prospectus wordt uitgegeven voor de kleine beleggers, door beide categorieën beleggers worden ingesteld of alleen door de kleine beleggers?
- 2) Indien het antwoord op de [eerste] vraag luidt dat die vordering ook door de gekwalificeerde beleggers kan worden ingesteld, is het dan mogelijk hun kennis van de economische situatie van de uitgevende instelling buiten het prospectus om te beoordelen, op basis van hun juridische of commerciële relaties met die instelling (medeaandeelhouder zijn, deel uitmaken van haar bestuursorganen, enz.)?”

23. Bankia, UMAS, de Spaanse en de Tsjechische regering, alsmede de Europese Commissie hebben schriftelijke opmerkingen ingediend.

IV. Analyse

24. Met zijn eerste prejudiciële vraag wenst de verwijzende rechter in essentie te vernemen of artikel 6 van richtlijn 2003/71, gelezen in het licht van artikel 3, lid 2, onder a), van die richtlijn, aldus moet worden uitgelegd dat de aansprakelijkheidsvordering met betrekking tot het prospectus, wanneer een openbare aanbieding tot inschrijving op effecten zowel tot kleine beleggers als tot gekwalificeerde beleggers is gericht en er een prospectus wordt uitgegeven, door gekwalificeerde beleggers kan worden ingesteld, hoewel een dergelijk document niet hoeft te worden gepubliceerd wanneer de aanbieding uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers is gericht. Met zijn tweede prejudiciële vraag wenst die rechter te vernemen of, indien het antwoord op de eerste vraag bevestigend is, artikel 6 van die richtlijn aldus moet worden uitgelegd dat, wanneer een gekwalificeerde belegger een rechtsvordering instelt, bij de vaststelling of de uitgevende instelling aansprakelijk is rekening kan worden gehouden met het feit dat die belegger

mogelijkerwijs toegang heeft gehad tot andere informatie over de economische situatie van de vennootschap die de openbare aanbieding heeft gedaan dan die welke in het prospectus is opgenomen.

25. Om de verwijzende rechter te antwoorden moet worden nagegaan, in de eerste plaats, of er in geval van een onjuist prospectus dat is uitgegeven in het kader van een gemengde aanbieding, dit wil zeggen een aanbieding die uit twee tranches bestaat, waarvan de ene tranche bestemd is voor gekwalificeerde beleggers en de andere voor kleine beleggers, een beginsel van civielrechtelijke aansprakelijkheid jegens gekwalificeerde beleggers bestaat en, in voorkomend geval in de tweede plaats, volgens welke regels de aansprakelijkheidsvordering dan kan worden ingesteld.

26. Vooraf zij evenwel gepreciseerd dat de door UMAS opgeworpen exceptie van niet-ontvankelijkheid van het verzoek om een prejudiciële beslissing op grond van vaste rechtspraak van het Hof⁵ moet worden verworpen.

27. In casu heeft de verwijzende rechter het verband tussen het voorwerp van het geding en de gevraagde uitlegging van het Unierecht, het bestaan van het op te lossen vraagstuk en de gegevens, feitelijk en rechtens, die noodzakelijk zijn om een nuttig antwoord te geven op de gestelde vragen, immers genoegzaam uiteengezet.

A. Kan een onjuist prospectus als grondslag dienen voor een civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering van een gekwalificeerde belegger tegen de uitgevende instelling van de effecten?

28. Die vraag rijst in het geval dat in het hoofdgeding aan de orde is, namelijk een gemengde aanbieding die kan plaatsvinden in het kader van een aanbieding aan het publiek (artikel 3, lid 1, van richtlijn 2003/71) of in het geval van een emissie van effecten die bestemd zijn voor notering op een gereguleerde markt, aangezien in dat geval de publicatie van een prospectus verplicht is en zowel gekwalificeerde beleggers als kleine beleggers dergelijke effecten kunnen verwerven (artikel 3, lid 3, van deze richtlijn).

29. In artikel 6 van die richtlijn is een aansprakelijkheidsbeginsel vastgesteld voor het geval waarin een onjuist of onvolledig prospectus wordt uitgegeven, welk beginsel de verplichting voor de lidstaten omvat om er zorg voor te dragen dat de voor de inhoud van het prospectus verantwoordelijke personen in het prospectus worden geïdentificeerd en vermeld (lid 1) en voorts dat er een civielrechtelijke aansprakelijkheidsregeling tegen hen bestaat (lid 2).

30. Niettemin voorziet artikel 6 van richtlijn 2003/71 niet in een uitzondering op dit aansprakelijkheidsbeginsel op grond van de aard van de gemengde aanbieding, ongeacht of deze alleen tot het publiek is gericht dan wel bestemd is voor notering op een gereguleerde markt, ook al voorzien andere bepalingen van die richtlijn in vrijstellingen van de prospectusplicht, die verband houden met de beleggers tot wie de aanbieding is gericht, het bedrag van de uitgegeven effecten of de totale aanbieding (artikel 3, lid 2) of met de aard van de uitgegeven effecten (artikel 4). Die vrijstellingen van de prospectusplicht staan er echter niet aan

⁵ Zie met name arrest van 24 november 2020, Openbaar Ministerie (Valsheid in geschrifte) (C-510/19, EU:C:2020:953, punten 25-27 en aldaar aangehaalde rechtspraak).

in de weg dat een uitgevende instelling vrijwillig een prospectus publiceert, zodat zij alsdan in aanmerking komt voor het „ene paspoort” indien de emissie op een gereguleerde markt plaatsvindt.⁶

31. De verwijzende rechter vraagt zich in het licht van de vrijstelling van de in artikel 3, lid 2, onder a), van richtlijn 2003/71 neergelegde prospectusplicht wanneer de aanbieding uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers is gericht, af of gekwalificeerde beleggers een civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering op grond van de onjuistheid van het prospectus kunnen instellen. De verwijzende rechter lijkt daarbij uit te gaan van de premisse dat gekwalificeerde beleggers, aangezien het prospectus uitsluitend bedoeld is om niet-gekwalificeerde beleggers te beschermen en te informeren, zich niet op de onjuistheid van dat prospectus kunnen beroepen om een civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering in te stellen.

32. In werkelijkheid doen de bovenbedoelde vrijstellingen, in hun geheel beschouwd, echter de facto situaties ontstaan waarin niet-gekwalificeerde beleggers niet het voordeel van een prospectus genieten⁷, of gekwalificeerde beleggers het voordeel van een prospectus genieten, terwijl zij, indien de aanbieding alleen tot hen was gericht, buiten de gereguleerde markt, dat voordeel niet zouden hebben genoten. Afgezien van de gemengde aanbieding buiten de gereguleerde markt, die onder artikel 3, lid 1, van richtlijn 2003/71 valt, genieten gekwalificeerde beleggers uit hoofde van lid 3 van dat artikel, behoudens de in artikel 4, lid 2, van die richtlijn bedoelde uitzonderingen in verband met de aard van de uitgegeven effecten – welke uitzonderingen ook van toepassing zijn op niet-gekwalificeerde beleggers – immers het voordeel van een prospectus in het geval van een aanbieding die bestemd is voor toelating tot een gereguleerde markt. Evenzo kunnen gekwalificeerde beleggers het voordeel genieten van een vrijwillige publicatie van een prospectus door de uitgevende instelling.

33. Zowel de letterlijke als de systematische uitlegging van richtlijn 2003/71 lijkt dus de opvatting te weerleggen dat het prospectus uitsluitend ter bescherming van de niet-gekwalificeerde beleggers wordt opgesteld.

34. Bovendien wijst ook de teleologische uitlegging van deze richtlijn in die richting. De basisdoelstelling van deze tekst is immers de totstandbrenging van een eengemaakte effectenmarkt (overweging 45) door de toegang tot de financiële markten te ontwikkelen (overweging 18), met name voor kleine en middelgrote ondernemingen (overweging 4):

- door een vereenvoudiging van de administratieve taken van de uitgevende instellingen via de invoering van het ene paspoort (overweging 1) en door kostenvermindering dankzij de mogelijkheid dat informatie in het prospectus wordt opgenomen via eenvoudige verwijzing naar reeds bestaande en goedgekeurde informatie (overweging 29), en
- voorts door grensoverschrijdende aanbiedingen te vergemakkelijken, met name door extra kosten in verband met de vertaling in alle officiële talen te vermijden (overweging 35).

35. Een van de andere doelstellingen van richtlijn 2003/71, die in overweging 16 wordt genoemd, is „het beschermen van beleggers” en daarbij rekening houden met de uiteenlopende „behoefte aan bescherming van de diverse categorieën beleggers [...], alsmede met hun deskundigheid”. Deze bescherming bestaat in de publicatie van volledige (overwegingen 18 en 20), betrouwbare

⁶ Zie overweging 17 van richtlijn 2003/71.

⁷ Zie artikel 3, lid 2, onder b) tot en met e), van richtlijn 2003/71.

(overweging 27) en toegankelijke (overweging 21) informatie, die overeenkomstig de bepalingen van overweging 19 van deze richtlijn is bedoeld om beleggers in staat te stellen de „risico's in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen”.

36. Deze richtlijn combineert dus die twee doelstellingen. Het Hof heeft al de gelegenheid gehad om die combinatie te beoordelen en heeft voor recht verklaard dat een prospectus niet nodig was in het geval van de verkoop van effecten in het kader van een gedwongen executie.⁸

37. Bijgevolg moet artikel 6 van richtlijn 2003/71, gelezen in samenhang met artikel 3, lid 3, onder a), aldus worden uitgelegd dat de twee hierboven omschreven doelstellingen op passende wijze met elkaar in evenwicht worden gebracht.

38. Het feit dat de artikelen 3 en 4 van die richtlijn in detail voorzien in talrijke vrijstellingen van de prospectusplicht, terwijl in artikel 6 van die richtlijn een beginsel van civielrechtelijke aansprakelijkheid in geval van een onjuist prospectus is neergelegd zonder uitzonderingen, moet volgens mij bijgevolg duidelijk leiden tot een uitlegging volgens welke het, wanneer er een prospectus bestaat, mogelijk moet zijn om, ongeacht de status van de belegger die zich benadeeld acht, een civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering op grond van de onjuistheid van dat prospectus in te stellen.

39. Voorts ben ik van mening dat de aanname dat elke lidstaat zelf kan bepalen of gekwalificeerde beleggers in geval van een onjuist prospectus al dan niet een aansprakelijkheidsvordering kunnen instellen, tot mogelijke verstoringen tussen de lidstaten kan leiden, waardoor op onevenredige wijze afbreuk wordt gedaan aan de doelstelling van de totstandbrenging van een eengemaakte effectenmarkt. Die doelstelling vereist dat de werkingssfeer van artikel 6 van richtlijn 2003/71 op uniforme wijze wordt uitgelegd wat de personen betreft die tegen de uitgevende instelling van de aanbieding in rechte kunnen opkomen.

40. Evenzo moet een gekwalificeerde belegger, wanneer een aanbieding uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers is gericht en er op vrijwillige basis een prospectus wordt uitgegeven dat onjuistheden bevat, op grond van artikel 6 van die richtlijn een civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering kunnen instellen tegen de uitgevende instelling.

41. Uit al die overwegingen volgt dat artikel 6 van richtlijn 2003/71, gelezen in het licht van artikel 3, lid 2, onder a), aldus moet worden uitgelegd dat de aansprakelijkheidsvordering met betrekking tot het prospectus, wanneer een openbare aanbieding tot inschrijving op effecten zowel tot kleine beleggers als tot gekwalificeerde beleggers is gericht en er een prospectus wordt uitgegeven, door gekwalificeerde beleggers kan worden ingesteld, hoewel een dergelijk document niet hoeft te worden gepubliceerd wanneer de aanbieding uitsluitend tot deze beleggers is gericht.

B. Kan het bewijs van de kennis die de gekwalificeerde belegger heeft van de werkelijke situatie van de uitgevende instelling worden afgeleid uit het bestaan van hun onderlinge commerciële of juridische relaties (medeaandeelhouder zijn, deel uitmaken van de bestuursorganen, enz.)?

42. Met zijn tweede prejudiciële vraag wenst de verwijzende rechter van het Hof met name te vernemen over welke beoordelingsmarge de lidstaten overeenkomstig artikel 6 van richtlijn 2003/71 beschikken.

⁸ Zie arrest van 17 september 2014, Almer Beheer en Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, punten 31-33 en dictum).

43. In artikel 6 zijn in feite twee beginselen neergelegd:

- ten eerste moeten de lidstaten ervoor zorgen dat er ten minste één voor de informatie in het prospectus verantwoordelijke persoon is, die in het prospectus wordt geïdentificeerd en die verklaart dat „de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen” (lid 1);
- ten tweede moeten de lidstaten ervoor zorgen dat hun bepalingen inzake civielrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie (lid 2, eerste alinea).

44. Aangezien artikel 6 van richtlijn 2003/71 geen nadere regels voor het instellen van de aansprakelijkheidsvordering bevat, staat het aan de lidstaten om deze nadere regels in overeenstemming met hun nationale wetgeving vast te stellen.

45. Zoals in elk geval waarin aan de lidstaten een beoordelingsmarge wordt gelaten, moeten zij bij hun keuzes het doeltreffendheidsbeginsel en het gelijkwaardigheidsbeginsel eerbiedigen, teneinde de nuttige werking van de bepalingen van de betrokken richtlijn te behouden. Het Hof heeft onlangs herhaald dat die nadere regels niet ongunstiger mogen zijn dan die welke voor soortgelijke situaties krachtens nationaal recht gelden (gelijkwaardigheidsbeginsel) en de uitoefening van de door de rechtsorde van de Unie verleende rechten in de praktijk niet onmogelijk of uiterst moeilijk mogen maken (doeltreffendheidsbeginsel).⁹

46. In het arrest van 19 december 2013, *Hirman*¹⁰, heeft het Hof die beginselen ook bevestigd met betrekking tot de handelingsvrijheid van de lidstaten krachtens artikel 6 van richtlijn 2003/71.

47. Met eerbiediging van die beginselen kunnen de lidstaten voor die aansprakelijkheidsvordering dus kiezen voor een onrechtmatige daad-, een contractuele of een quasi-contractuele grondslag.

48. Hoewel het Hof in het arrest van 19 december 2013, *Hirman*¹¹, heeft geoordeeld dat de civielrechtelijke aansprakelijkheid van een uitgevende instelling wegens onregelmatigheden in het prospectus haar oorsprong vond in de overeenkomst over de koop van aandelen¹², moet immers worden opgemerkt dat het ging om een zaak waarin de verplichtingen uit de vennootschapsovereenkomst werden aangevoerd als verweer tegen een aansprakelijkheidsvordering op grond van de overeenkomst over de koop van aandelen. Aldus heeft het Hof geoordeeld dat er sprake was van een aansprakelijkheid „die haar oorsprong vindt” in die laatste overeenkomst, en niet in de vennootschapsovereenkomst, zonder dat dit mijns inziens betekent dat de lidstaten verplicht zijn een contractuele grondslag te kiezen voor de aansprakelijkheid wegens de onjuistheid van het prospectus.

⁹ Arrest van 26 juni 2019, *Craeynest e.a.* (C-723/17, EU:C:2019:533, punt 54 en aldaar aangehaalde rechtspraak).

¹⁰ C-174/12, EU:C:2013:856, punt 40 en aldaar aangehaalde rechtspraak.

¹¹ C-174/12, EU:C:2013:856.

¹² Punt 29 van dat arrest.

49. Ook wat de omvang van de aansprakelijkheid zelf betreft, vallen het al dan niet in aanmerking nemen van de schuld van het slachtoffer en de wijze waarop het oorzakelijk verband wordt opgevat¹³ onder de bevoegdheid van de lidstaten, mits het Unierechtelijke doeltreffendheids- en het gelijkwaardigheidsbeginsel worden geëerbiedigd.

50. Hoewel het Hof in de zaak die heeft geleid tot het arrest van 19 december 2013, Hirmann¹⁴, heeft erkend dat een lidstaat de civielrechtelijke aansprakelijkheid van de uitgevende instelling kan beperken door het bedrag van de schadevergoeding te begrenzen op basis van de datum waarop de prijs van de aandelen met het oog op de schadevergoeding wordt vastgesteld, moet de lidstaat nog steeds het gelijkwaardigheidsbeginsel en het doeltreffendheidsbeginsel eerbiedigen.

51. Daarom kan naar analogie worden geoordeeld dat een lidstaat, mits hij het doeltreffendheidsbeginsel en het gelijkwaardigheidsbeginsel eerbiedigt, in zijn regelgeving kan bepalen dat rekening moet worden gehouden met de kennis die de gekwalificeerde belegger van de werkelijke situatie van de uitgevende instelling heeft.

52. De lidstaten kunnen derhalve regelgeving vaststellen waarin wordt bepaald dat er, in geval van een door een gekwalificeerde belegger ingestelde aansprakelijkheidsvordering wegens de onjuistheid van het prospectus, rekening moet worden gehouden met de kennis die de gekwalificeerde belegger van de werkelijke situatie van de uitgevende instelling heeft buiten de onjuiste of onvolledige bepalingen van het prospectus om, mits die kennis ook in aanmerking kan worden genomen bij soortgelijke aansprakelijkheidsvorderingen en het feit dat met die kennis rekening moet worden gehouden in de praktijk niet tot gevolg heeft dat het instellen van die vordering onmogelijk of uiterst moeilijk wordt gemaakt.

53. De controle of het doeltreffendheidsbeginsel en het gelijkwaardigheidsbeginsel zijn nageleefd, kan echter alleen plaatsvinden wanneer het in aanmerking nemen van de kennis waarover de belegger beschikt in een concreet geval op een bepaalde situatie wordt toegepast. Het staat dus aan de verwijzende rechter om, wanneer hij rechtsgevolgen wil verbinden aan de kennis betreffende de economische situatie van de uitgevende instelling waarover een gekwalificeerde belegger beschikt die een aansprakelijkheidsvordering wegens een onjuist prospectus tegen de uitgevende instelling heeft ingesteld, bovengenoemde beginselen na te leven bij de beoordeling van het bewijs van die kennis en bij het in aanmerking nemen ervan.

54. Uit al die overwegingen volgt dat artikel 6, lid 2, van richtlijn 2003/71 aldus moet worden uitgelegd dat het er niet aan in de weg staat dat in geval van een door een gekwalificeerde belegger ingestelde civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering wegens de onjuistheid van het prospectus, rekening wordt gehouden met zijn kennis van de werkelijke situatie van de uitgevende instelling buiten de onjuiste of onvolledige bepalingen van het prospectus om, mits die kennis ook in aanmerking kan worden genomen in soortgelijke aansprakelijkheidsvorderingen en het feit dat met die kennis rekening moet worden gehouden in de praktijk niet tot gevolg heeft dat het instellen van die vordering onmogelijk of uiterst moeilijk wordt gemaakt, hetgeen de verwijzende rechter dient na te gaan.

¹³ In de rechtsleer zijn drie theorieën inzake het oorzakelijk verband ontwikkeld: de theorie van de causa proxima, de theorie van de gelijkwaardige causaliteit en de theorie van de adequate causaliteit.

¹⁴ C-174/12, EU:C:2013:856.

V. Conclusie

55. Gelet op een en ander geef ik het Hof in overweging de prejudiciële vragen van de Tribunal Supremo te beantwoorden als volgt:

- „1) Artikel 6 van richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG, gelezen in het licht van artikel 3, lid 2, onder a), moet aldus worden uitgelegd dat de aansprakelijkheidsvordering met betrekking tot het prospectus, wanneer een openbare aanbieding tot inschrijving op effecten zowel tot kleine beleggers als tot gekwalificeerde beleggers is gericht en er een prospectus wordt uitgegeven, door de gekwalificeerde beleggers kan worden ingesteld, hoewel een dergelijk document niet hoeft te worden gepubliceerd wanneer de aanbieding uitsluitend tot deze beleggers is gericht.
- 2) Artikel 6, lid 2, van richtlijn 2003/71 moet aldus worden uitgelegd dat het er niet aan in de weg staat dat in geval van een door een gekwalificeerde belegger ingestelde civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering wegens de onjuistheid van het prospectus, rekening wordt gehouden met zijn kennis van de werkelijke situatie van de uitgevende instelling buiten de onjuiste of onvolledige bepalingen van het prospectus om, mits die kennis ook in aanmerking kan worden genomen in soortgelijke aansprakelijkheidsvorderingen en het feit dat met die kennis rekening moet worden gehouden in de praktijk niet tot gevolg heeft dat het instellen van die vordering onmogelijk of uiterst moeilijk wordt gemaakt, hetgeen de verwijzende rechter dient na te gaan.”