



Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO
JEANA RICHARDA DE LA TOURA
przedstawiona w dniu 11 lutego 2021 r.¹

Sprawa C-910/19

Bankia SA
przeciwko
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez Tribunal Supremo (sąd najwyższy, Hiszpania)]

Odesłanie prejudycjalne – Dyrektywa 2003/71/WE – Spółki – Obowiązek opublikowania prospektu emisyjnego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych – Inwestorzy kwalifikowani i niekwalifikowani – Odpowiedzialność cywilna wobec inwestorów kwalifikowanych w przypadku błędnego lub niepełnego prospektu emisyjnego

I. Wprowadzenie

1. Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy wykładni art. 3 ust. 2 i art. 6 dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE².
2. Wniosek został przedstawiony w ramach sporu między Bankia SA a Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), towarzystwem ubezpieczeń wzajemnych, które nabyło akcje tej spółki na podstawie prospektu emisyjnego zawierającego poważne nieścisłości.
3. Niniejsza sprawa dostarcza Trybunałowi okazji do dokonania wykładni przepisów dyrektywy 2003/71 wprowadzającej prospekt emisyjny, którego można użyć jako jednolitego „paszportu” we wszystkich miejscach, w których notowane są, na terytorium Unii Europejskiej, papiery wartościowe danego emitenta. O ile dyrektywa ta w znacznym stopniu zharmonizowała treść takiego prospektu emisyjnego, o tyle zostawiła ona jednak duże pole manewru z jednej strony państwom członkowskim co do wyboru systemu i zasad, zgodnie z którymi można pociągnąć do odpowiedzialności cywilnej, w szczególności, emitentów lub oferujących w odniesieniu do treści informacji umieszczanych w prospekcie, z drugiej strony emitentom, którzy chociaż nieprzymuszeni w niektórych sytuacjach do opublikowania takiego prospektu emisyjnego, w szczególności gdy oferta subskrypcji jest adresowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych, mogą jednak zrobić to dobrowolnie.

¹ Język oryginału: francuski.

² Dz.U. 2003, L 345, s. 64.

4. Tym samym pytania zadane przez Tribunal Supremo (sąd najwyższy, Hiszpania) dotyczą kwestii, w pierwszej kolejności, czy niekompletny prospekt emisyjny może stanowić podstawę pociągnięcia do odpowiedzialności cywilnej przez inwestora kwalifikowanego, oraz w drugiej kolejności, czy dowód, iż inwestor kwalifikowany zna prawdziwą sytuację emitenta, może wynikać z istniejących stosunków handlowych i prawnych między nimi (uczestnictwo w akcjonariacie, w organach zarządzających itp.).

5. Proponuję Trybunałowi udzielenie na pierwsze pytanie odpowiedzi, iż prospekt emisyjny, którego treść zawiera nieścisłości, może zawsze stanowić podstawę pociągnięcia do odpowiedzialności cywilnej przez inwestora kwalifikowanego, a na drugie pytanie, że ocena stopnia, w jakim inwestor kwalifikowany zna sytuację ekonomiczną emitenta lub oferującego, w szczególności w celu pociągnięcia tego ostatniego do odpowiedzialności cywilnej, jest objęta zakresem prawa krajowego, pod warunkiem przestrzegania zasad skuteczności i równoważności.

II. Ramy prawne

A. Dyrektywa 2003/71

6. Motywy 10, 16, 18, 19 i 27 dyrektywy 2003/71 stanowią:

„(10) Celem niniejszej dyrektywy i jej środków wykonawczych jest zapewnienie ochrony inwestora i sprawności rynku, zgodnie z wysokimi standardami regulacyjnymi przyjętymi przez odpowiednie gremia międzynarodowe.

[...]

(16) Jednym z celów niniejszej dyrektywy jest ochrona inwestorów. Dlatego właściwe jest, aby wziąć pod uwagę różne wymogi dotyczące ochrony w różnych kategoriach inwestorów i poziom ich umiejętności. Obowiązek informacyjny w postaci prospektu emisyjnego nie jest wymagany dla ofert ograniczonych do inwestorów kwalifikowanych. Jednakże każda publiczna odsprzedaż lub obrót publiczny w drodze dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym wymaga publikacji prospektu emisyjnego.

[...]

(18) Przedstawienie pełnej informacji dotyczącej papierów wartościowych i emitentów tych papierów wartościowych służy, wspólnie z przepisami w sprawie prowadzenia działalności, ochronie interesów inwestorów. Ponadto takie informacje zapewniają skuteczny środek dla zwiększenia zaufania do papierów wartościowych i w ten sposób przyczyniają się do sprawnego funkcjonowania i rozwoju rynków papierów wartościowych. Właściwym sposobem udostępnienia takich informacji jest publikacja prospektu emisyjnego.

(19) Inwestycja w papiery wartościowe, jak każda forma inwestycji, zawiera w sobie ryzyko. Środki zabezpieczające ochronę interesów rzeczywistych i potencjalnych inwestorów potrzebne są we wszystkich państwach członkowskich w celu umożliwienia im dokonywania opartej na odpowiednich informacjach oceny takiego ryzyka i tym samym podejmowania decyzji inwestycyjnych z pełną wiedzą dotyczącą stanu faktycznego.

[...]

(27) Inwestorzy powinni być chronieni przez zapewnienie publikacji rzetelnych informacji. Emitenci, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, podlegają bieżącemu obowiązkowi informacyjnemu, ale nie są zobowiązani do regularnego publikowania uaktualnionych informacji. Oprócz tego obowiązku emitenci powinni co najmniej corocznie wykazywać wszelkie istotne informacje publikowane lub podawane do publicznej wiadomości w okresie ostatnich 12 miesięcy, w tym informacje przekazywane do celów różnych wymogów sprawozdawczych ustanowionych w innym prawodawstwie [Unii]. Powinno to umożliwić zapewnienie regularnego publikowania spójnych i łatwo zrozumiałych informacji. Aby uniknąć nadmiernych obciążeń dla niektórych emitentów, emitenci nieudziałowych papierów wartościowych o wysokich minimalnych nominałach powinni być zwolnieni z tego obowiązku”.

7. Artykuł 2 dyrektywy 2003/71 stanowi:

„1. Do celów niniejszej dyrektywy stosuje się następujące definicje:

[...]

d) »publiczna oferta papierów wartościowych« oznacza obwieszczenie osobom, w każdej formie i dowolnymi środkami, przedstawiające wystarczające informacje w sprawie warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi decyzji o nabyciu lub subskrypcji takich papierów wartościowych. Niniejsza definicja ma również zastosowanie do ulokowania [lokowania] papierów wartościowych poprzez pośredników finansowych;

e) »inwestorzy kwalifikowani« oznaczają:

i) osoby prawne, które są uprawnione lub uregulowane [które posiadają zezwolenie/przydział] do działania na rynkach finansowych, w tym instytucje kredytowe, firmy inwestycyjne, inne uprawnione lub uregulowane instytucje finansowe, zakłady ubezpieczeniowe, instytucje zbiorowego inwestowania i zarządzające nimi spółki, fundusze emerytalne i zarządzające nimi spółki, pośrednicy w handlu towarami giełdowymi, jak również podmioty, które nie są w powyższym rozumieniu uprawnione ani uregulowane [które posiadają zezwolenie/przydział], a których jedynym celem działalności jest inwestowanie w papiery wartościowe;

ii) rządy krajowe i regionalne, banki centralne, międzynarodowe i ponadnarodowe, instytucje, takie jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Europejski Bank Centralny, Europejski Bank Inwestycyjny i inne podobne organizacje międzynarodowe;

iii) inne osoby prawne, które nie spełniają dwóch z trzech kryteriów wymienionych w lit. f);

iv) określone osoby fizyczne: z zastrzeżeniem wzajemnego uznawania państwo członkowskie może zdecydować o uprawnieniu osób fizycznych będących rezydentami w państwie członkowskim i wyraźnie wnioskujących o uznanie ich za kwalifikowanych inwestorów, jeżeli osoby te spełniają co najmniej dwa kryteria wymienione w ust. 2;

v) określone MSP [małe i średnie przedsiębiorstwa]: z zastrzeżeniem wzajemnego uznawania państwo członkowskie może zdecydować o uprawnieniu MSP mających swoje siedziby statutowe w tym państwie członkowskim i wyraźnie wnioskujących o uznanie ich za kwalifikowanych inwestorów;

- f) »małe i średnie przedsiębiorstwa« [(MSP)] oznaczają spółki, które zgodnie z ich ostatnimi rocznymi lub skonsolidowanymi sprawozdaniami finansowymi spełniają co najmniej dwa z następujących trzech kryteriów: średnia liczba pracowników w ciągu roku finansowego wynosi mniej niż 250, całkowity bilans nie przekracza 43 000 000 EUR, a roczny obrót netto nie przekracza 50 000 000 EUR;
- g) »instytucja kredytowa« oznacza przedsiębiorstwo określone w art. 1 ust. 1 lit. a) dyrektywy 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 20 marca 2000 r. odnoszącej się do podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe [³];
- h) »emitent« oznacza osobę prawną, która emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe;
- i) »osoba składająca ofertę« (lub »oferujący«) oznacza osobę prawną lub fizyczną, która publicznie oferuje papiery wartościowe;

[...]

2. Do celów ust. 1 lit. e) ppkt iv) kryteria są następujące:

- a) inwestor przeprowadzał transakcje znaczącej wielkości na rynkach papierów wartościowych ze średnią częstotliwością co najmniej 10 na kwartał w ciągu ostatnich czterech kwartałów;
- b) wielkość portfela papierów wartościowych inwestora przekracza 0,5 mln EUR;
- c) inwestor pracuje lub pracował co najmniej przez rok w sektorze finansowym na stanowisku zawodowym wymagającym wiedzy z dziedziny inwestycji w papiery wartościowe.

[...]”.

8. Artykuł 3 dyrektywy 2003/71 przewiduje:

„1. Państwa członkowskie nie dopuszczą do żadnej publicznej oferty papierów wartościowych bez wcześniejszej publikacji prospektu emisyjnego.

2. Obowiązek publikacji prospektu emisyjnego nie ma zastosowania do następujących rodzajów ofert:

- a) oferty papierów wartościowych skierowanej jedynie do inwestorów kwalifikowanych [...];

[...]

3. Państwa członkowskie zapewnią, że każde dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym mającym siedzibę lub działającym na ich terytorium podlega obowiązkowi publikacji prospektu emisyjnego”.

9. Artykuł 4 tej dyrektywy przewiduje odstępstwa od obowiązku publikacji prospektu emisyjnego dla niektórych rodzajów papierów wartościowych.

³ Dz.U. 2000, L 126, s. 1.

10. Zgodnie z art. 5 wspomnianej dyrektywy:

„1. Bez uszczerbku dla przepisów art. 8 ust. 2 prospekt emisyjny zawiera wszystkie informacje, które, zgodnie z określonym charakterem emitenta i papierów wartościowych objętych publiczną ofertą lub dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, są konieczne w celu umożliwienia inwestorom dokonywania przemyślanej oceny aktywów i pasywów, sytuacji finansowej, zysków i strat oraz perspektyw emitenta i każdego poręczyciela oraz wszelkich praw związanych z takimi papierami wartościowymi. Takie informacje przedstawia się w zrozumiałej i łatwej do przeanalizowania formie.

2. Prospekt emisyjny zawiera informacje dotyczące emitenta i papierów wartościowych objętych publiczną ofertą lub papierów wartościowych, które mają być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Zawiera również streszczenie. Streszczenie przedstawia w sposób zwięzły i nietechnicznym językiem istotne właściwości i ryzyka związane z emitentem, każdym poręczycielem i papierami wartościowymi, w języku, w którym pierwotnie sporządzono prospekt emisyjny. Streszczenie zawiera również następujące ostrzeżenie: że

- a) powinno być ono rozumiane jako wprowadzenie do prospektu emisyjnego;
- b) każda decyzja o inwestycji w papiery wartościowe powinna być oparta na rozważeniu przez inwestora całości prospektu emisyjnego;
- c) w przypadku wystąpienia do sądu z roszczeniem odnoszącym się do informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym skarżący inwestor może na mocy ustawodawstwa państwa członkowskiego mieć obowiązek poniesienia kosztów przetłumaczenia prospektu emisyjnego przed rozpoczęciem postępowania sądowego; oraz
- d) odpowiedzialność cywilna wiąże te osoby, które sporządziły streszczenie, łącznie z każdym jego tłumaczeniem, i wniosowały o jego notyfikację, ale jedynie w przypadku, gdy podsumowanie jest wprowadzające w błąd, niedokładne lub niezgodne [...] z pozostałymi częściami prospektu emisyjnego.

[...]”.

11. Artykuł 6 dyrektywy 2003/71 stanowi:

„1. Państwa członkowskie zapewniają, że odpowiedzialność za informacje podane w prospekcie emisyjnym ponosi przynajmniej emitent lub jego organy administracyjne, zarządzające lub nadzorcze, oferujący, osoba wnioskująca o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub poręczyciel. Osoby odpowiedzialne są wyraźnie wskazane w prospekcie emisyjnym za pomocą ich imion i nazwisk oraz funkcji lub w przypadku osób prawnych – za pomocą ich nazw i statutowych siedzib oraz przedstawione są ich oświadczenia, że według ich najlepszej wiedzy informacje zawarte w prospekcie emisyjnym są zgodne ze stanem faktycznym i że prospekt emisyjny nie pomija niczego, co mogłoby wpływać na jego znaczenie.

2. Państwa członkowskie zapewniają, że ich przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne w sprawie odpowiedzialności cywilnej mają zastosowanie do osób odpowiedzialnych za informacje podane w prospekcie emisyjnym.

[...]”.

B. Prawo hiszpańskie

12. Artykuł 28 ley 24/1988 del Mercado de Valores (ustawy 24/1988 o rynku papierów wartościowych) z dnia 28 lipca 1988 r.⁴, w wersji mającej zastosowanie do sporu w postępowaniu głównym, przewiduje:

„1. Odpowiedzialność za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym musi spoczywać przynajmniej na emitencie, oferującym lub osobie wnioskującej o dopuszczenie do obrotu na oficjalnym rynku wtórnym, jak i na ich organach administracyjnych, zgodnie z warunkami ustanowionymi na mocy rozporządzenia.

Odpowiedzialność wskazana w poprzednim ustępie spoczywa również na poręczycielu papierów wartościowych w związku z przygotowywanymi informacjami. Organ zarządzający ponosi również odpowiedzialność za wykonywane przez niego prace kontrolne, na warunkach określonych na mocy rozporządzenia.

Inne osoby, które przyjmują odpowiedzialność za prospekt emisyjny, ponoszą również odpowiedzialność na warunkach określonych na mocy rozporządzenia, o ile zostało to stwierdzone w tym dokumencie, a nie należąc do osób wymienionych powyżej, zatwierdziły treść prospektu emisyjnego.

2. Nazwisko i funkcja lub, w przypadku osób prawnych, nazwa i siedziba statutowa osób odpowiedzialnych za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym podlegają wyraźnemu wskazaniu w prospekcie emisyjnym. Osoby te muszą również oświadczyć, że według ich wiedzy informacje zawarte w prospekcie emisyjnym są zgodne z rzeczywistością i że nie zostały pominięte żadne fakty, które ze względu na swój charakter mogłyby zmienić jego zakres.

3. Zgodnie z warunkami, które zostaną określone w drodze rozporządzenia, wszystkie osoby wskazane w poprzednich ustępach, w zależności od przypadku, ponoszą odpowiedzialność za wszelkie szkody wyrządzone posiadaczom papierów wartościowych nabytych w związku z nieprawdziwymi informacjami lub pominięciami istotnych danych w prospekcie emisyjnym lub dokumencie, który ma zostać sporządzony przez poręczyciela.

Powództwo o stwierdzenie odpowiedzialności ulega przedawnieniu w terminie trzech lat od momentu, w którym powód mógł powziąć wiadomość o fałszerstwach lub zaniechaniach w odniesieniu do treści prospektu emisyjnego.

4. Państwa członkowskie zapewniają jednak, aby żadna osoba nie ponosiła odpowiedzialności cywilnej wyłącznie na podstawie streszczenia lub jego tłumaczenia, chyba że wprowadza ono w błąd, jest niedokładne lub niezgodne z innymi częściami prospektu emisyjnego lub nie dostarcza w związku z innymi częściami prospektu emisyjnego istotnych informacji dla celu pomocy inwestorom w podjęciu decyzji w przedmiocie inwestycji w papiery wartościowe”.

⁴ BOE nr 181 z dnia 29 lipca 1988 r., s. 23405.

III. Okoliczności faktyczne sporu w postępowaniu głównym i pytania prejudycjalne

13. W 2011 roku Bankia złożyła publiczną ofertę subskrypcji akcji w związku ze swoim debiutem giełdowym, składającą się z dwóch części: pierwsza część była skierowana do inwestorów detalicznych, pracowników i kadry kierowniczej, druga część, nazywana „częścią instytucjonalną”, była zarezerwowana dla inwestorów kwalifikowanych.

14. Począwszy od dnia 29 czerwca 2011 r., daty zarejestrowania prospektu emisyjnego w Comisión Nacional del Mercado de Valores (krajowej komisji papierów wartościowych, Hiszpania), obie części zostały zaoferowane inwestorom. Od tego czasu aż do dnia 18 lipca 2011 r. odbywało się tzw. budowanie księgi popytu, w trakcie którego potencjalni inwestorzy kwalifikowani mogli składać propozycje subskrypcji.

15. W dniu 18 lipca 2011 r. cena akcji została ustalona na poziomie 3,75 EUR dla obu części oferty publicznej.

16. W ramach oferty subskrypcji Bankia skontaktowała się z UMAS, przedsiębiorstwem, którego przedmiotem działalności są ubezpieczenia wzajemne, w konsekwencji uznawanym za inwestora kwalifikowanego. W dniu 5 lipca 2011 r. UMAS podpisał zamówienie zakupu 160 000 akcji za 600 000 EUR, według stawki 3,75 EUR za akcję.

17. W wyniku korekty rocznych sprawozdań finansowych Bankii akcje straciły prawie całą wartość na rynku wtórnym, a ich notowania zostały zawieszane.

18. We wcześniejszych postępowaniach, wszczętych przez inwestorów detalicznych, Tribunal Supremo (sąd najwyższy, Hiszpania) stwierdził, że prospekt emisyjny Bankii zawierał poważne nieścisłości co do prawdziwej sytuacji finansowej emitenta.

19. UMAS złożył pozew przeciwko Bankii, domagając się, tytułem żądania głównego, stwierdzenia nieważności nabycia akcji ze względu na błąd w oświadczeniu woli oraz, tytułem żądania ewentualnego, uznania odpowiedzialności cywilnej Bankii z powodu wprowadzającego w błąd prospektu emisyjnego. Sąd pierwszej instancji stwierdził nieważność nabycia akcji ze względu na wady oświadczenia woli i nakazał zwrot świadczeń.

20. Bankia wniosła apelację od tego wyroku do Audiencia Provincial (sądu okręgowego, Hiszpania). Sąd ten odrzucił pozew w sprawie stwierdzenia nieważności, ale uznał pozew w sprawie pociągnięcia Bankii do odpowiedzialności cywilnej ze względu na błędny prospekt emisyjny.

21. Od tego wyroku Bankia wniosła skargę kasacyjną do sądu odsyłającego. Sąd ten uznał, że ani dyrektywa 2003/71, ani prawo hiszpańskie nie przewidują w sposób wyraźny możliwości pociągnięcia do odpowiedzialności emitenta przez inwestorów kwalifikowanych z powodu błędnego prospektu emisyjnego, w sytuacji gdy oferta publiczna subskrypcji jest mieszana, to znaczy skierowana zarówno do inwestorów detalicznych, jak i inwestorów kwalifikowanych. Sąd odsyłający podkreśla w tym względzie, że art. 3 ust. 2 tej dyrektywy zwalnia z obowiązku opublikowania prospektu emisyjnego oferty skierowanej wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych, którzy dysponując odpowiednimi umiejętnościami i środkami informacji, są w stanie podjąć świadomą decyzję. Jednakże, zgodnie z motywem 27 wspomnianej dyrektywy, inwestorzy powinni być chronieni poprzez zapewnienie publikacji rzetelnych informacji, bez wprowadzania rozróżnienia na poszczególne kategorie inwestorów.

22. W tych okolicznościach Tribunal Supremo (sąd najwyższy) postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującymi pytaniami prejudycjalnymi dotyczącymi interpretacji art. 3 ust. 2 i art. 6 dyrektywy 2003/71:

- „1) Czy wówczas, gdy oferta publiczna subskrypcji akcji jest skierowana zarówno do inwestorów detalicznych, jak i do inwestorów kwalifikowanych, a prospekt emisyjny jest publikowany w celu powiadomienia inwestorów detalicznych, powództwo o stwierdzenie odpowiedzialności za prospekt emisyjny przysługuje obu rodzajom inwestorów, czy tylko inwestorom detalicznym?
- 2) W przypadku udzielenia odpowiedzi na [pytanie pierwsze] w ten sposób, że wskazane powództwo przysługuje również inwestorom kwalifikowanym: czy możliwa jest ocena stopnia ich wiedzy na temat sytuacji gospodarczej emitenta publicznej oferty subskrypcji poza prospektem emisyjnym w zależności od ich stosunków prawnych lub handlowych z owym emitentem (uczestnictwo w jego akcjonariacie, jego organach administracyjnych itp.)?”.

23. Bankia, UMAS, rządy hiszpański i czeski oraz Komisja Europejska przedstawiły uwagi na piśmie.

IV. Analiza

24. Poprzez pierwsze pytanie sąd odsyłający zmierza w zasadzie do ustalenia, czy art. 6 dyrektywy 2003/71 w związku z art. 3 ust. 2 lit. a) tej dyrektywy należy interpretować w ten sposób, że w sytuacji gdy oferta publiczna subskrypcji papierów wartościowych jest kierowana zarówno do inwestorów detalicznych, jak i do inwestorów kwalifikowanych, i został wydany prospekt emisyjny, powództwo z tytułu odpowiedzialności cywilnej za prospekt emisyjny może zostać wniesione przez inwestorów kwalifikowanych, mimo że nie jest konieczne publikowanie takiego dokumentu, w sytuacji gdy oferta kierowana jest wyłącznie do tych inwestorów. Poprzez pytanie drugie sąd odsyłający zmierza do ustalenia, czy w przypadku odpowiedzi twierdzącej na pytanie pierwsze art. 6 tej dyrektywy powinien być interpretowany w ten sposób, że w sytuacji wniesienia powództwa przez inwestora kwalifikowanego można do celów ustalenia odpowiedzialności emitenta wziąć pod uwagę okoliczność, że ów inwestor mógł mieć dostęp do informacji o sytuacji gospodarczej spółki będącej emitentem oferty publicznej innych niż informacje zawarte w prospekcie emisyjnym.

25. W celu udzielenia odpowiedzi na pytania zadane przez sąd odsyłający należy zastanowić się – w przypadku błędnego prospektu emisyjnego wydanego w ramach oferty mieszanej, czyli oferty składającej się z dwóch części, jednej przeznaczonej dla inwestorów kwalifikowanych, drugiej przeznaczonej dla inwestorów detalicznych – w pierwszej kolejności nad istnieniem zasady odpowiedzialności cywilnej w stosunku do inwestorów kwalifikowanych, oraz w stosownym przypadku, w drugiej kolejności nad zasadami realizacji tej odpowiedzialności.

26. Tytułem wstępu należy jednakże wyjaśnić, że zarzut niedopuszczalności wniosku o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym podniesiony przez UMAS powinien zostać oddalony na mocy utrwalonego orzecznictwa Trybunału⁵.

⁵ Zobacz w szczególności wyrok z dnia 24 listopada 2020 r., Openbaar Ministerie (Podrabianie dokumentów) (C-510/19, EU:C:2020:953, pkt 25–27 i przytoczone tam orzecznictwo).

27. W istocie w rozpatrywanym przypadku sąd odsyłający w wystarczającym zakresie przedstawił związek pomiędzy przedmiotem sporu a oczekiwaną wykładnią prawa Unii, prawdziwość problemu, który ma zostać rozstrzygnięty, oraz niezbędne do udzielenia przydatnej odpowiedzi na zadane pytania okoliczności faktyczne i prawne.

A. Czy zawierający nieścisłości prospekt emisyjny może stanowić podstawę wniesienia przez inwestora kwalifikowanego powództwa z tytułu odpowiedzialności cywilnej przeciwko emitentowi papierów wartościowych?

28. Pytanie to pojawia się w sytuacji zaistniałej w postępowaniu głównym, w której mamy do czynienia z ofertą mieszaną, jaka może pojawić się w ramach oferty publicznej (art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/71) lub w przypadku emisji papierów wartościowych przeznaczonych do notowania na rynku regulowanym, ponieważ w tym przypadku opublikowanie prospektu emisyjnego jest obowiązkowe, a zarówno inwestorzy kwalifikowani, jak i inwestorzy detaliczni mogą nabyć takie papiery wartościowe (art. 3 ust. 3 tej dyrektywy).

29. Artykuł 6 tej dyrektywy ustanawia zasadę odpowiedzialności w przypadku wydania błędnego lub niepełnego prospektu emisyjnego, w tym zobowiązanie państw członkowskich z jednej strony do zapewnienia zidentyfikowania i wymienienia w prospekcie emisyjnym osób odpowiedzialnych za jego treść (ust. 1) i z drugiej strony do zapewnienia, aby istniał system odpowiedzialności cywilnej wobec tych osób (ust. 2).

30. Niemniej jednak art. 6 dyrektywy 2003/71 nie przewiduje wyjątków od tej zasady odpowiedzialności wynikających z charakteru oferty mieszanej, bez względu na to, czy jest to oferta wyłącznie publiczna, czy też przeznaczona do notowania na rynku regulowanym, mimo że inne przepisy tej dyrektywy przewidują odstępstwa od obowiązku publikacji prospektu emisyjnego związane bądź z adresatami oferty, bądź z ilością papierów wartościowych lub wartością całej oferty (art. 3 ust. 2), bądź z typem emitowanych papierów wartościowych (art. 4). Jednakże te odstępstwa od obowiązku publikacji nie zabraniają dobrowolnej publikacji prospektu emisyjnego przez emitenta, który w ten sposób skorzysta z „paszportu jednolitego”, jeżeli emisja będzie miała miejsce na rynku regulowanym⁶.

31. Sąd odsyłający zastanawia się, ze względu na odstępstwo od obowiązku prospektu emisyjnego takie jak przewidziane w art. 3 ust. 2 lit. a) dyrektywy 2003/71, nad możliwością wniesienia przez inwestorów kwalifikowanych, w sytuacji gdy oferta jest dla nich przeznaczona, powództwa ze względu na zawierający nieścisłości prospekt emisyjny. Czyniąc to, sąd odsyłający zdaje się opierać na założeniu, zgodnie z którym, ze względu na to, że celem prospektu emisyjnego jest wyłącznie ochrona i informowanie inwestorów niekwalifikowanych, inwestorzy kwalifikowani nie mogą wnosić powództwa z tytułu odpowiedzialności cywilnej ze względu na niedokładność tego prospektu.

32. Jednakże w rzeczywistości, przeanalizowane jako całość, wspomniane powyżej odstępstwa tworzą de facto sytuacje, w których albo inwestorzy niekwalifikowani nie skorzystają z prospektu emisyjnego⁷, albo inwestorzy kwalifikowani skorzystają z prospektu emisyjnego, podczas gdy nie skorzystaliby z niego, gdyby byli jedynymi adresatami oferty poza rynkiem regulowanym. W istocie poza przypadkiem oferty mieszanej poza rynkiem regulowanym, o którym mowa w art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/71, inwestorzy kwalifikowani korzystają z prospektu emisyjnego

⁶ Zobacz motyw 17 dyrektywy 2003/71.

⁷ Zobacz art. 3 ust. 2 lit. b)–e) dyrektywy 2003/71.

w razie oferty przeznaczonej do dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, zgodnie z ust. 3 tego samego artykułu, oprócz wyjątków związanych z charakterem emitowanych papierów wartościowych, przewidzianych w art. 4 ust. 2 tej dyrektywy, które to wyjątki mają zastosowanie także do inwestorów niekwalifikowanych. Inwestorzy kwalifikowani mogą również korzystać z dobrowolnej publikacji prospektu emisyjnego przez emitenta.

33. Tym samym wykładnia zarówno językowa, jak i systemowa dyrektywy 2003/71 podważają tezę, zgodnie z którą prospekt emisyjny jest sporządzany jedynie w celu ochrony inwestorów niekwalifikowanych.

34. Ponadto wykładnia celowościowa tej dyrektywy również zmierza w tym samym kierunku. W istocie podstawowym celem tego aktu jest ustanowienie jednolitego rynku papierów wartościowych (motyw 45 dyrektywy) poprzez rozwój dostępu do rynków finansowych (motyw 18), w szczególności dla MŚP (motyw 4):

- z jednej strony, upraszczając czynności administracyjnych dla emitentów i wprowadzając paszport jednolity (motyw 1) oraz obniżając koszty dzięki możliwości włączenia w drodze odniesienia do prospektu emisyjnego dokumentów zawierających informacje, które już istniały wcześniej i zostały zatwierdzone (motyw 29), oraz
- z drugiej strony, uproszczając oferty transgraniczne, w szczególności poprzez uniknięcie dodatkowych kosztów tłumaczenia na wszystkie języki urzędowe (motyw 35).

35. Jednym z pozostałych celów dyrektywy 2003/71 jest, jak stanowi jej motyw 16, „ochrona inwestorów”, z uwzględnieniem „różn[ych] wymog[ów] dotycząc[ych] ochrony w różnych kategoriach inwestorów i poziom[ach] ich umiejętności”. Ochrona ta odbywa się poprzez opublikowanie informacji pełnej (motywy 18 i 20), rzetelnej (motyw 27) i łatwo dostępnej (motyw 21), umożliwiającej inwestorom „dokonywani[e] opartej na odpowiednich informacjach oceny takiego ryzyka i tym samym podejmowania decyzji inwestycyjnych z pełną wiedzą dotyczącą stanu faktycznego”, zgodnie z motywem 19 tej dyrektywy.

36. Tym samym wspomniana dyrektywa łączy te dwa cele. Trybunał miał już okazję ocenić te dwa cele w takim łącznym ujęciu, orzekając, że prospekt emisyjny nie jest konieczny w przypadku sprzedaży papierów wartościowych w ramach procedury licytacji przymusowej⁸.

37. W konsekwencji wykładnia art. 6 dyrektywy 2003/71 w związku z art. 3 ust. 2 lit. a) tej dyrektywy musi być dokonywana z poszanowaniem równowagi między dwoma wspomnianymi wyżej celami.

38. Wydaje mi się zatem oczywiste, iż okoliczność, że art. 3 i 4 tej dyrektywy przewidują w sposób szczegółowy liczne odstępstwa od obowiązku publikacji prospektu emisyjnego, podczas gdy art. 6 wspomnianej dyrektywy ustanawia bezwarunkową zasadę odpowiedzialności cywilnej w przypadku błędnego prospektu, musi prowadzić do wykładni, zgodnie z którą w przypadku wydania prospektu emisyjnego powództwo z tytułu odpowiedzialności cywilnej może zostać wniesione w oparciu o zawarte w tym prospekcie nieścisłości, bez względu na status inwestora, który czuje się poszkodowany.

⁸ Zobacz wyrok z dnia 17 września 2014 r., Almer Beheer i Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, pkt 31–33 i sentencja).

39. Ponadto gdyby uznano, że każde państwo członkowskie może samo ustalić, czy inwestorzy kwalifikowani są uprawnieni do wniesienia powództwa z tytułu odpowiedzialności cywilnej w przypadku nieścisłości zawartych w prospekcie emisyjnym, prowadziłyby to do powstania rozbieżności między państwami członkowskimi, które zagrażałyby w nieproporcjonalny sposób celowi obejmującemu ustanowienie jednolitego rynku papierów wartościowych. Cel ten sprawia, że konieczna jest jednolita wykładnia zakresu stosowania art. 6 dyrektywy 2003/71 dotyczącego osób mogących wytoczyć powództwo przeciwko emitentowi oferty.

40. Podobnie w przypadku dobrowolnej publikacji zawierającego nieścisłości prospektu emisyjnego w ramach oferty przeznaczonej dla inwestorów kwalifikowanych taki inwestor powinien mieć możliwość wniesienia powództwa z tytułu odpowiedzialności cywilnej przeciwko emitentowi na podstawie art. 6 tej dyrektywy.

41. Z całości powyższych rozważań wynika, że art. 6 dyrektywy 2003/71 w związku z art. 3 ust. 2 lit. a) tej dyrektywy należy interpretować w ten sposób, że w sytuacji gdy oferta publiczna subskrypcji papierów wartościowych jest kierowana zarówno do inwestorów detalicznych, jak i do inwestorów kwalifikowanych, i został wydany prospekt emisyjny, powództwo z tytułu odpowiedzialności cywilnej za prospekt emisyjny może zostać wniesione przez inwestorów kwalifikowanych, mimo że publikowanie takiego dokumentu nie jest konieczne, w sytuacji gdy oferta kierowana jest wyłącznie do tych inwestorów.

B. Czy dowód na to, iż inwestora kwalifikowany zna rzeczywistą sytuację emitenta, może zostać wysnuty na podstawie istnienia stosunków handlowych i prawnych między nimi (uczestnictwo w akcjonariacie, w organach zarządzających itp.)?

42. Poprzez drugie pytanie prejudycjalne sąd odsyłający zwraca się do Trybunału w szczególności z pytaniem o margines swobody pozostawiony państwom członkowskim w art. 6 dyrektywy 2003/71.

43. W istocie art. 6 ustanawia dwie zasady:

- po pierwsze, państwa członkowskie zapewniają, by co najmniej jedna osoba, która jest wskazana w prospekcie emisyjnym i złożyła oświadczenie, że „informacje zawarte w prospekcie emisyjnym są zgodne ze stanem faktycznym i że prospekt emisyjny nie pomija niczego, co mogłoby wpływać na jego znaczenie”, ponosiła odpowiedzialność za informacje zawarte w tym prospekcie (ust. 1);
- po drugie, państwa członkowskie zapewniają, by ich przepisy dotyczące odpowiedzialności cywilnej miały zastosowanie do osób odpowiedzialnych za informacje podane w prospekcie emisyjnym (ust. 2 akapit pierwszy).

44. Ponieważ art. 6 dyrektywy 2003/71 nie przewiduje zasad dochodzenia roszczeń z tytułu odpowiedzialności, ustalenie tych zasad należy do państw członkowskich, zgodnie z prawem krajowym.

45. Jak w każdym przypadku, w którym państwu członkowskim pozostawiona jest swoboda uznania, ich wybór musi być zgodny z zasadami skuteczności i równoważności w celu zachowania skuteczności (effet utile) przepisów danej dyrektywy. Trybunał przypomniał ostatnio, że przewidziane zasady nie mogą być mniej korzystne od zasad odnoszących się do odpowiednich środków prawnych dotyczących wyłącznie prawa krajowego (zasada

równoważności) i nie mogą powodować w praktyce, że korzystanie z uprawnień wynikających z prawa Unii stanie się niemożliwe lub nadmiernie utrudnione (zasada skuteczności)⁹.

46. Trybunał potwierdził również te zasady odnośnie do swobody uznania pozostawionej państwom członkowskim w art. 6 dyrektywy 2003/71 w wyroku z dnia 19 grudnia 2013 r., *Hirrmann*¹⁰.

47. Tym samym, zgodnie z tymi zasadami, państwa członkowskie mogą wybrać podstawę deliktową, umowną lub quasi ex contractu dla takiego powództwa z tytułu odpowiedzialności.

48. W istocie, skoro Trybunał orzekł w wyroku z dnia 19 grudnia 2013 r., *Hirrmann*¹¹, że odpowiedzialność cywilna emitenta z tytułu nieścisłości zawartych w prospekcie emisyjnym znajduje swoje źródło w umowie nabycia akcji¹², należy zauważyć, iż była to sprawa, w której obowiązki wynikające z umowy spółki zostały podniesione w celu przeciwstawienia się pociągnięciu do odpowiedzialności na podstawie umowy nabycia akcji. Tym samym Trybunał opowiedział się za odpowiedzialnością, „która znajduje swoje źródło” w tej ostatniej umowie, a nie w umowie spółki, co jednak moim zdaniem nie oznacza, że państwa członkowskie są zobowiązane do wyboru umownej podstawy odpowiedzialności z tytułu nieścisłości zawartych w prospekcie emisyjnym.

49. Podobnie, jeśli chodzi o zakres samej odpowiedzialności, uwzględnienie lub nieuwzględnienie winy poszkodowanego oraz sposób rozumienia związku przyczynowego¹³ należą do kompetencji państw członkowskich, z zachowaniem zasad skuteczności i równoważności prawa Unii.

50. Jakkolwiek Trybunał uznał w sprawie zakończonej wyrokiem z dnia 19 grudnia 2013 r., *Hirrmann*¹⁴, że państwo członkowskie może ograniczyć odpowiedzialność cywilną emitenta poprzez ograniczenie wysokości odszkodowania, zależnie od dnia, w którym ustalana jest cena akcji dla celów dochodzenia odszkodowania, to jednak owo państwo członkowskie musi nadal przestrzegać zasad równoważności i skuteczności.

51. Rozumując zatem przez analogię, można przyjąć, że państwo członkowskie może przewidzieć w swoich przepisach, iż będzie brana pod uwagę znajomość rzeczywistej sytuacji emitenta przez inwestora kwalifikowanego, pod warunkiem poszanowania zasad skuteczności i równoważności.

52. W konsekwencji państwa członkowskie mogą ustanowić przepisy, które przewidują, że w przypadku powództwa z tytułu odpowiedzialności wniesionego przez inwestora kwalifikowanego z powodu nieścisłości zawartych w prospekcie emisyjnym należy uwzględnić wiedzę inwestora kwalifikowanego o rzeczywistej sytuacji emitenta, niezależnie od błędnych lub niepełnych fragmentów prospektu emisyjnego, o ile taka wiedza może być również uwzględniona w podobnych powództwach z tytułu odpowiedzialności i o ile takie uwzględnienie nie skutkuje w praktyce uniemożliwieniem lub nadmiernym utrudnieniem wniesienia takiego powództwa.

⁹ Wyrok z dnia 26 czerwca 2019 r., *Craeynest i in.* (C-723/17, EU:C:2019:533, pkt 54 i przytoczone tam orzecznictwo).

¹⁰ C-174/12, EU:C:2013:856, pkt 40 i przytoczone tam orzecznictwo.

¹¹ C-174/12, EU:C:2013:856.

¹² Wyrok z dnia 19 grudnia 2013 r., *Hirrmann* (C-174/12, EU:C:2013:856, pkt 29).

¹³ Doktryna wypracowała trzy teorie związku przyczynowego: teorię *causa proxima*, teorię równoważności warunków oraz teorię adekwatnego związku przyczynowego.

¹⁴ C-174/12, EU:C:2013:856.

53. Jednakże kontrola poszanowania zasad skuteczności i równoważności może mieć miejsce tylko na podstawie konkretnego uwzględnienia w danej sytuacji wiedzy inwestora. Tym samym sąd odsyłający, który zamierza wywieść skutki prawne z wiedzy, jaką w odniesieniu do sytuacji ekonomicznej emitenta posiada inwestor kwalifikowany dochodzący od niego odpowiedzialności z tytułu nieścisłości zawartych w prospekcie emisyjnym, powinien zapewnić poszanowanie tych zasad przy ocenianiu dowodów na posiadanie tej wiedzy i przy jej uwzględnianiu.

54. Z całości tych rozważań wynika, że art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/71 powinien być interpretowany w ten sposób, iż nie stoi on na przeszkodzie temu, aby w przypadku wniesienia przez inwestora kwalifikowanego powództwa z tytułu odpowiedzialności cywilnej z powodu nieścisłości zawartych w prospekcie emisyjnym uwzględniona została wiedza tego inwestora o rzeczywistej sytuacji emitenta, niezależnie od błędnych lub niepełnych fragmentów prospektu emisyjnego, o ile taka wiedza może być również uwzględniona w podobnych powództwach z tytułu odpowiedzialności i o ile takie uwzględnienie nie skutkuje w praktyce uniemożliwieniem lub nadmiernym utrudnieniem wniesienia takiego powództwa, czego ocena należy do sądu odsyłającego.

V. Wnioski

55. W świetle wszystkich powyższych rozważań proponuję, by na pytania przedłożone mu przez Tribunal Supremo (sąd najwyższy, Hiszpania) Trybunał odpowiedział w następujący sposób:

- 1) Artykuł 6 dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE w związku z art. 3 ust. 2 lit. a) tej dyrektywy należy interpretować w ten sposób, że w sytuacji gdy oferta publiczna subskrypcji papierów wartościowych jest kierowana zarówno do inwestorów detalicznych, jak i do inwestorów kwalifikowanych, i został wydany prospekt emisyjny, powództwo z tytułu odpowiedzialności cywilnej za prospekt emisyjny może zostać wniesione przez inwestorów kwalifikowanych, mimo że publikowanie takiego dokumentu nie jest konieczne, w sytuacji gdy oferta kierowana jest wyłącznie do tych inwestorów.
- 2) Artykuł 6 ust. 2 dyrektywy 2003/71 należy interpretować w ten sposób, iż nie stoi on na przeszkodzie temu, aby w przypadku wniesienia przez inwestora kwalifikowanego powództwa z tytułu odpowiedzialności cywilnej z powodu nieścisłości zawartych w prospekcie emisyjnym została uwzględniona wiedza tego inwestora o rzeczywistej sytuacji emitenta, niezależnie od błędnych lub niepełnych fragmentów prospektu emisyjnego, o ile taka wiedza może być również uwzględniona w podobnych powództwach z tytułu odpowiedzialności i o ile takie uwzględnienie nie skutkuje w praktyce uniemożliwieniem lub nadmiernym utrudnieniem wniesienia takiego powództwa, czego ocena należy do sądu odsyłającego.