



Coletânea da Jurisprudência

CONCLUSÕES DO ADVOGADO-GERAL
JEAN RICHARD DE LA TOUR
apresentadas em 11 de fevereiro de 2021¹

Processo C-910/19

Bankia SA
contra
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

[pedido de decisão prejudicial apresentado pelo Tribunal Supremo (Supremo Tribunal, Espanha)]

«Reenvio prejudicial — Diretiva 2003/71/CE — Sociedades — Obrigação de publicar um prospeto em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação — Investidores qualificados e não profissionais — Responsabilidade civil para com investidores qualificados em caso de prospeto inexato ou incompleto»

I. Introdução

1. O pedido de decisão prejudicial tem por objeto a interpretação do artigo 3.º, n.º 2, e do artigo 6.º da Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Diretiva 2001/34/CE².

2. Este pedido foi apresentado no âmbito de um litígio que opõe a Bankia SA à Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), uma instituição mútua de seguros, que adquiriu ações da primeira com base num prospeto que continha inexatidões graves.

3. O presente processo dá ao Tribunal de Justiça a oportunidade de interpretar as disposições da Diretiva 2003/71, que criou um prospeto suscetível de ser utilizado como um passaporte único em todos os mercados de valores mobiliários no território da União emitidos por um emitente. Embora esta diretiva tenha harmonizado em grande medida o conteúdo desse prospeto, deixou contudo alguma margem de manobra, por um lado, aos Estados-Membros na escolha do sistema e das modalidades processuais segundo as quais pode haver responsabilidade civil, nomeadamente, dos emitentes ou dos oferentes quanto ao conteúdo das informações mencionadas nos prospectos, e, por outro, aos emitentes que, embora em certos casos não estejam obrigados a publicar esse prospeto, nomeadamente quando a oferta de subscrição se dirige apenas a investidores qualificados, podem no entanto fazê-lo voluntariamente.

¹ Língua original: francês.

² JO 2003, L 345, p. 64.

4. Assim, as questões do Tribunal Supremo (Supremo Tribunal, Espanha) versam, em primeiro lugar, sobre a questão de saber se um prospeto inexato pode servir de fundamento a uma ação de responsabilidade civil intentada por um investidor qualificado, e, em segundo lugar, se a prova do conhecimento da situação real do emitente pelo investidor qualificado pode ser retirada da existência de relações comerciais ou jurídicas entre os dois (fazer parte dos acionistas, dos órgãos de administração, etc.).

5. Proponho que o Tribunal de Justiça responda, à primeira questão, no sentido de que um prospeto cujo conteúdo é inexato pode continuar a servir de fundamento a uma ação de responsabilidade civil exercida por um investidor qualificado, e, à segunda, no sentido de que a avaliação, para efeitos de determinação da responsabilidade civil, nomeadamente, do emitente ou do oferente, do grau de conhecimento por parte dos investidores qualificados da situação económica destes últimos é regulada pelo direito nacional, desde que sejam respeitados os princípios da efetividade e da equivalência.

II. Quadro jurídico

A. Diretiva 2003/71

6. Os considerandos 10, 16, 18, 19 e 27 da Diretiva 2003/71 enunciam:

«(10) O objetivo da presente diretiva e das respetivas medidas de execução é o de assegurar a proteção dos investidores e a efetividade do mercado, em conformidade com as normas regulamentares de elevada qualidade adotadas nas instâncias internacionais relevantes.

[...]

(16) Um dos objetivos da presente diretiva consiste na proteção dos investidores, sendo assim conveniente tomar em consideração os diferentes requisitos para a proteção das diversas categorias de investidores, em função dos seus conhecimentos técnicos. A divulgação de informações através de um prospeto não é exigida para as ofertas que se circunscrevam aos investidores qualificados. Por outro lado, qualquer revenda ao público ou negociação pública através da admissão à negociação num mercado regulamentado requer a publicação de um prospeto.

[...]

(18) O fornecimento de informação completa sobre os valores mobiliários e respetivos emitentes, juntamente com regras de conduta, promove a proteção dos investidores. Além disso, tal informação representa um meio eficaz para reforçar a confiança nos valores mobiliários, contribuindo assim para o bom funcionamento e desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários. Essa informação deve ser prestada mediante a publicação de um prospeto.

(19) O investimento em valores mobiliários, tal como qualquer outra forma de investimento, pressupõe um risco. São necessárias salvaguardas para a proteção dos interesses dos investidores efetivos e potenciais em todos os Estados-Membros, a fim de estes estarem em condições de proceder a uma avaliação informada de tais riscos, de modo a tomarem as decisões de investimento com pleno conhecimento dos factos.

[...]

(27) A proteção dos investidores deverá ser assegurada pela publicação de informações fiáveis. Os emitentes cujos valores mobiliários se encontrem admitidos à negociação num mercado regulamentado estão sujeitos à obrigação de divulgação contínua de informação, mas não à publicação periódica de informação atualizada. Para além desta obrigação, os emitentes devem, pelo menos anualmente, enumerar todas as informações relevantes publicadas ou tornadas acessíveis ao público ao longo dos últimos 12 meses, incluindo as informações fornecidas para cumprimento de diferentes requisitos de informação estabelecidos noutros diplomas [da União]. Tal deverá constituir uma forma de assegurar a publicação, numa base regular, de informações coerentes e facilmente compreensíveis. No intuito de evitar a imposição de uma carga excessiva a determinados emitentes, os emitentes de valores mobiliários não representativos de capital com um valor nominal mínimo elevado não devem estar sujeitos a esta obrigação.»

7. O artigo 2.º da Diretiva 2003/71 dispõe:

«1. Para os efeitos da presente diretiva, entende-se por:

[...]

d) “Oferta de valores mobiliários ao público”: uma comunicação ao público, independentemente da forma e dos meios por ela assumidos, que apresente informações suficientes sobre as condições da oferta e os valores mobiliários em questão, a fim de permitir a um investidor decidir sobre a aquisição ou subscrição desses valores mobiliários. Esta definição é igualmente aplicável à colocação de valores mobiliários através de intermediários financeiros;

e) “investidores qualificados”:

i) as entidades jurídicas que sejam autorizadas a desenvolver atividades nos mercados financeiros ou cuja atividade neste domínio esteja regulamentada, incluindo instituições de crédito, empresas de investimento, outras instituições financeiras autorizadas ou regulamentadas, empresas de seguros, organismos de investimento coletivo e respetivas sociedades gestoras, fundos de pensões e respetivas sociedades gestoras, operadores dos mercados de mercadorias, bem como as entidades não autorizadas nem regulamentadas para tal que tenham como única finalidade comercial o investimento em valores mobiliários,

ii) as administrações nacionais e regionais, os bancos centrais, as instituições internacionais e supranacionais, tais como o Fundo Monetário Internacional, o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimento e outras organizações internacionais semelhantes,

iii) outras entidades jurídicas que não preencham dois dos três critérios enunciados na alínea f),

iv) determinadas pessoas singulares: sob reserva de reconhecimento mútuo, um Estado-Membro pode decidir autorizar que pessoas singulares nele residentes e que expressamente o solicitem sejam consideradas como investidores qualificados se essas pessoas preencherem pelo menos dois dos critérios enunciados no n.º 2,

v) determinadas PME: sob reserva de reconhecimento mútuo, um Estado-Membro pode decidir autorizar que as PME que nele tenham sede estatutária e que expressamente o solicitem sejam consideradas como investidores qualificados,

f) “Pequenas e médias empresas”: qualquer empresa que, de acordo com as suas últimas contas anuais ou consolidadas, preencha pelo menos dois dos três critérios seguintes: número médio de trabalhadores ao longo do exercício financeiro inferior a 250, um ativo total que não exceda 43 000 000 de euros e um volume de negócios anual líquido que não ultrapasse 50 000 000 de euros;

- g) “Instituição de crédito”: uma empresa tal como definida na alínea a) do n.º 1 do artigo 1.º da Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de março de 2000, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e ao seu exercício [3];
- h) “emitente”: uma entidade jurídica que proceda à emissão ou que proponha a emissão de valores mobiliários;
- i) “pessoa que faz uma oferta” (ou “oferente”): uma entidade jurídica ou uma pessoa singular que oferece valores mobiliários ao público;

[...]

2. Para efeitos da subalínea iv) da alínea e) do n.º 1 são aplicáveis os seguintes critérios:

- a) O investidor ter realizado operações de dimensão significativa nos mercados de valores mobiliários com uma frequência média de, pelo menos, 10 operações por trimestre ao longo dos últimos quatro trimestres;
- b) O montante da carteira de valores mobiliários do investidor exceder 500 000 euros;
- c) O investidor operar ou ter operado durante, pelo menos, um ano no setor financeiro numa posição profissional em que se exige um conhecimento do investimento em valores mobiliários.

[...]»

8. O artigo 3.º da Diretiva 2003/71 prevê:

«1. Os Estados-Membros não devem permitir que seja feita qualquer oferta de valores mobiliários ao público no respetivo território sem prévia publicação de um prospeto.

2. A obrigação de publicação de um prospeto não se aplica aos seguintes tipos de oferta:

- a) Uma oferta de valores mobiliários dirigida unicamente a investidores qualificados [...]

[...]

3. Os Estados-Membros devem assegurar que qualquer admissão de valores mobiliários à negociação num mercado regulamentado situado no seu território ou que nele funcione esteja subordinada à publicação de um prospeto.»

9. O artigo 4.º desta diretiva prevê a dispensa da obrigação de publicar um prospeto para certas categorias de valores mobiliários.

3 JO 2000, L 126, p. 1.

10. Nos termos do artigo 5.º da referida diretiva:

«1. Sem prejuízo do disposto no n.º 2 do artigo 8.º, o prospeto deve conter todas as informações que, em função das características específicas do emitente e dos valores mobiliários que são objeto de oferta ao público ou de admissão à negociação num mercado regulamentado, sejam necessárias para que os investidores possam efetuar uma avaliação informada do ativo e do passivo, da situação financeira e dos resultados e perspetivas do emitente e de um eventual garante e dos direitos inerentes a esses valores mobiliários. Esta informação deve ser apresentada de uma forma que facilite a sua análise e compreensão.

2. O prospeto deve conter informação respeitante ao emitente e aos valores mobiliários que irão ser objeto de oferta ao público ou de admissão à negociação num mercado regulamentado. Deve igualmente incluir um sumário. O sumário deve, de uma forma concisa e numa linguagem não técnica, apresentar as características essenciais e os riscos associados ao emitente, ao eventual garante e aos valores mobiliários na língua em que o prospeto foi originalmente redigido. O sumário deve também conter uma advertência de que:

- a) Deve ser considerado como uma introdução ao prospeto; e
- b) Qualquer decisão de investimento nos valores mobiliários deve basear-se numa análise do prospeto no seu conjunto pelo investidor; e
- c) Sempre que for apresentada em tribunal uma queixa relativa à informação contida num prospeto, o investidor queixoso poderá, nos termos da legislação interna dos Estados-Membros, ter de suportar os custos de tradução do prospeto antes do início do processo judicial; e
- d) Ninguém pode ser tido por civilmente responsável meramente com base no sumário, ou em qualquer tradução deste, salvo se o mesmo contiver menções enganosas, inexatas ou incoerentes quando lido em conjunto com as outras partes do prospeto.

[...]»

11. O artigo 6.º da Diretiva 2003/71 dispõe:

«1. Os Estados-Membros devem assegurar que a responsabilidade pela informação prestada num prospeto incumba, pelo menos, ao emitente ou aos seus órgãos de administração, direção ou fiscalização, ao oferente, à pessoa que solicita a admissão à negociação num mercado regulamentado ou ao garante, consoante o caso. O prospeto deve identificar claramente as pessoas responsáveis, com a indicação dos respetivos nomes e funções ou, no caso das pessoas coletivas, das respetivas denominações e sede estatutária, devendo conter declarações efetuadas pelos mesmos que atestem que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação constante do prospeto [está] de acordo com os factos e que não existem omissões suscetíveis de alterar o seu alcance.

2. Os Estados-Membros devem assegurar que as suas disposições legislativas, regulamentares e administrativas em matéria de responsabilidade civil sejam aplicáveis às pessoas responsáveis pela informação fornecida num prospeto.

[...]»

B. Direito espanhol

12. O artigo 28.º da ley 24/1988 del Mercado de Valores (Lei 24/1988 do Mercado de Valores), de 28 de julho de 1988⁴, na sua versão aplicável ao litígio no processo principal, prevê:

«1. A responsabilidade pela informação prestada no prospeto incumbe, pelo menos, ao emitente, ao oferente ou à pessoa que solicita a admissão à negociação num mercado secundário oficial e aos respetivos administradores, de acordo com as condições estabelecidas em regulamento.

Do mesmo modo, a responsabilidade referida no parágrafo anterior incumbe ao garante dos valores relativamente à informação que está obrigado a precisar. A entidade encarregada da direção das operações é igualmente responsável pelos trabalhos de verificação a efetuar, nas condições estabelecidas em regulamento.

Também são responsáveis, nas condições estabelecidas em regulamento, as outras pessoas que aceitem assumir a responsabilidade pelo prospeto, sempre que o referido documento o preveja, e as outras pessoas que tenham autorizado o conteúdo do prospeto.

2. As pessoas responsáveis pela informação prestada no prospeto devem estar claramente identificadas pelo seu nome e funções ou, no caso das pessoas coletivas, pela sua denominação e sede estatutária. Do mesmo modo, devem fornecer uma declaração que ateste que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação constante do prospeto está de acordo com os factos e que não existem omissões suscetíveis de alterar o seu alcance.

3. De acordo com as condições estabelecidas em regulamento, todas as pessoas indicadas nos parágrafos anteriores são, consoante o caso, responsáveis por todos os danos sofridos pelos titulares de valores adquiridos na sequência de informações inexatas ou de omissões de dados relevantes no prospeto ou no documento que deve, eventualmente, ser elaborado pelo garante.

A ação para exigir a responsabilidade prescreve no prazo de três anos a contar da data em que a pessoa que intenta a ação poderia ter tido conhecimento da inexatidão ou das omissões relativas ao conteúdo do prospeto.

4. Nenhuma responsabilidade pode ser atribuída às pessoas mencionadas nos números anteriores meramente com base no sumário, ou em qualquer tradução deste, salvo se o mesmo contiver menções enganosas, inexatas ou incoerentes, quando lido em conjunto com as outras partes do prospeto, ou não preste, quando lido em conjunto com as outras partes do prospeto, as informações fundamentais para permitir que os investidores determinem se e quando devem investir nesses valores mobiliários.»

III. Factos do litígio no processo principal e questões prejudiciais

13. Em 2011, a Bankia lançou uma oferta pública de subscrição de ações com vista à sua entrada em bolsa, que compreendia dois segmentos: um segmento dirigido a investidores não profissionais, funcionários e administradores, e um segmento, designado «segmento institucional», reservado a investidores qualificados.

14. A partir de 29 de junho de 2011, data de registo do prospeto na Comisión Nacional del Mercado de Valores (Comissão Nacional do Mercado de Valores, Espanha), os dois segmentos foram propostos aos investidores. Desde essa data e até 18 de julho de 2011, teve lugar o chamado «período de registo de ordens», durante o qual potenciais investidores qualificados puderam fazer propostas de subscrição.

⁴ BOE n.º 181, de 29 de julho de 1988, p. 23405.

15. Em 18 de julho de 2011, o preço das ações foi fixado em 3,75 euros para ambos os segmentos da oferta pública.

16. No âmbito da oferta de subscrição, a Bankia contactou a UMAS, uma instituição mútua dedicada à atividade de seguros e, portanto, considerada um investidor qualificado. Em 5 de julho de 2011, a UMAS subscreveu uma ordem de compra de 160 000 ações, ao preço unitário de 3,75 euros, no valor total de 600 000 euros.

17. Na sequência de uma reformulação das contas anuais da Bankia, as ações perderam quase todo o seu valor no mercado secundário e a sua cotação foi suspensa.

18. Em processos anteriores, instaurados por investidores não profissionais, o Tribunal Supremo (Supremo Tribunal) decidiu que o prospeto emitido pela Bankia continha inexatidões graves quanto à verdadeira situação financeira da instituição emissora.

19. A UMAS intentou uma ação contra a Bankia em que pediu, a título principal, a declaração de nulidade da ordem de compra das ações, por erro no consentimento, e, a título subsidiário, a declaração de responsabilidade da Bankia devido ao caráter enganador do prospeto. O órgão jurisdicional de primeira instância declarou a nulidade da ordem de compra das ações por erro que conduziu a um vício do consentimento na compra e ordenou o reembolso dos montantes pagos.

20. A Bankia recorreu dessa sentença para a Audiencia Provincial (Audiência Provincial, Espanha). Este último julgou a ação de nulidade improcedente, mas julgou procedente a ação de responsabilidade intentada contra a Bankia em razão do prospeto inexato.

21. A Bankia interpôs recurso de cassação desse acórdão para o órgão jurisdicional de reenvio. Este considerou que nem a Diretiva 2003/71 nem o direito espanhol previam expressamente a possibilidade de os investidores qualificados intentarem uma ação de responsabilidade contra o emitente devido a um prospeto inexato, quando a oferta pública de subscrição é mista, ou seja, dirigida tanto a investidores não profissionais como a investidores qualificados. A este respeito, o órgão jurisdicional de reenvio sublinha que o artigo 3.º, n.º 2, da referida diretiva dispensa da obrigação de publicar um prospeto as ofertas exclusivamente dirigidas aos investidores qualificados, uma vez que estes últimos dispõem da capacidade e dos meios de informação que lhes permitem tomar a sua decisão de forma esclarecida. Contudo, segundo o considerando 27 da referida diretiva, a proteção dos investidores deve ser assegurada pela publicação de informações fiáveis, sem que seja estabelecida uma distinção entre as diferentes categorias de investidores.

22. Nestas circunstâncias, o Tribunal Supremo (Supremo Tribunal) decidiu suspender a instância e submeter ao Tribunal de Justiça as seguintes questões prejudiciais sobre a interpretação do artigo 3.º, n.º 2, e do artigo 6.º da Diretiva 2003/71:

- «1) Quando uma oferta pública de subscrição de ações se dirige a investidores não profissionais e a investidores qualificados, e é [publicado] um prospeto destinado aos investidores não profissionais, a ação de responsabilidade pelo prospeto pode ser exercida por ambos os tipos de investidores ou unicamente pelos investidores não profissionais?
- 2) No caso de a resposta à [primeira questão] ser no sentido de que também pode ser exercida pelos investidores qualificados, é possível avaliar o seu grau de conhecimento da situação económica do emitente da [oferta pública de subscrição de ações] independentemente do prospeto, em função das suas relações jurídicas ou comerciais com o referido emitente (fazer parte dos seus acionistas, dos seus órgãos de administração, etc.)?»

23. A Bankia, a UMAS, os Governos espanhol e checo e a Comissão Europeia apresentaram observações escritas.

IV. Análise

24. Com a sua primeira questão prejudicial, o órgão jurisdicional de reenvio interroga-se, em substância, sobre se o artigo 6.º da Diretiva 2003/71, lido à luz do artigo 3.º, n.º 2, alínea a), desta diretiva, deve ser interpretado no sentido de que, quando uma oferta pública de valores mobiliários se dirige tanto a investidores não profissionais como a investidores qualificados e é publicado um prospeto, a ação de responsabilidade relativa ao prospeto pode ser exercida pelos investidores qualificados, apesar de não ser necessário publicar esse documento quando a oferta se dirige exclusivamente a estes investidores. Com a sua segunda questão prejudicial, esse órgão jurisdicional interroga-se sobre se, em caso de resposta afirmativa à primeira questão, o artigo 6.º daquela diretiva deve ser interpretado no sentido de que, quando um investidor qualificado intenta uma ação, é possível ter em conta, para efeitos de determinar a responsabilidade da instituição emitente, o facto de que esse investidor pôde ter acesso a informações relativas à situação económica da sociedade que emitiu a oferta pública diferentes das contidas no prospeto.

25. Para responder ao órgão jurisdicional de reenvio, importa perguntar, no caso de um prospeto inexato publicado no âmbito de uma oferta mista, ou seja, uma oferta composta por dois segmentos, um destinado a investidores qualificados e outro destinado a investidores não profissionais, em primeiro lugar, se existe um princípio de responsabilidade civil para com os investidores qualificados e, sendo esse o caso, em segundo lugar, quais as modalidades processuais para exigir essa responsabilidade.

26. A título preliminar, cabe, porém, precisar que a exceção de inadmissibilidade do pedido de decisão prejudicial suscitada pela UMAS deve ser julgada improcedente, em conformidade com a jurisprudência constante do Tribunal de Justiça⁵.

27. Com efeito, no caso vertente, o órgão jurisdicional de reenvio explicou suficientemente a relação que existe entre o objeto do litígio e a interpretação do direito da União solicitada, a realidade do problema a decidir e os elementos de facto e de direito necessários para dar uma resposta útil às questões submetidas.

A. Pode um prospeto inexato servir de fundamento a uma ação de responsabilidade civil intentada por um investidor qualificado contra o emitente dos valores mobiliários?

28. Esta questão coloca-se no caso do processo principal, a saber, uma oferta mista que pode ter lugar no âmbito de uma oferta pública (artigo 3.º, n.º 1, da Diretiva 2003/71) ou no caso de emissão de valores mobiliários destinados à cotação num mercado regulamentado, uma vez que, neste caso, a publicação de um prospeto é obrigatória e os investidores qualificados, tal como os não profissionais, podem adquirir esses valores (artigo 3.º, n.º 3, da referida diretiva).

29. O artigo 6.º da referida diretiva estabelece um princípio de responsabilidade em caso de publicação de um prospeto inexato ou incompleto, que inclui a obrigação de os Estados-Membros assegurarem, por um lado, a identificação e a menção, nesse prospeto, das pessoas responsáveis pelo seu conteúdo (n.º 1) e, por outro, a existência de um regime de responsabilidade civil contra elas (n.º 2).

30. Todavia, o artigo 6.º da Diretiva 2003/71 não prevê qualquer exceção a este princípio da responsabilidade em razão da natureza da oferta mista, quer esta se dirija apenas ao público ou se destine à cotação num mercado regulamentado, ainda que outras disposições desta diretiva prevejam derrogações à obrigação de publicar um prospeto, relacionadas com os destinatários da oferta, com o

⁵ V., nomeadamente, Acórdão de 24 de novembro de 2020, Openbaar Ministerie (Falsificação de documento) (C-510/19, EU:C:2020:953, n.ºs 25 a 27 e jurisprudência aí referida).

montante dos valores mobiliários ou da oferta global (artigo 3.º, n.º 2), ou com a natureza dos valores mobiliários emitidos (artigo 4.º). Contudo, estas derrogações à obrigação de publicação não proíbem a publicação voluntária de um prospeto por um emitente, que beneficiará então do «passaporte único» se a emissão tiver lugar num mercado regulamentado⁶.

31. O órgão jurisdicional de reenvio interroga-se, em razão da derrogação à obrigação de publicar um prospeto tal como prevista no artigo 3.º, n.º 2, alínea a), da Diretiva 2003/71, quando a oferta é reservada a investidores qualificados, sobre a possibilidade de estes intentarem uma ação de responsabilidade civil com fundamento na inexatidão do prospeto. Ao fazê-lo, o órgão jurisdicional de reenvio parece basear-se na premissa de que, uma vez que o prospeto se destina apenas a proteger e a informar os investidores não profissionais, os investidores qualificados não podem invocar a inexatidão desse prospeto para intentar uma ação de responsabilidade civil.

32. No entanto, na realidade, examinadas no seu conjunto, as derrogações acima mencionadas criam, de facto, situações em que ou os investidores não profissionais não beneficiarão de um prospeto⁷, ou os investidores qualificados beneficiarão de um prospeto, quando, se tivessem sido os únicos destinatários da oferta, fora do mercado regulamentado, não teriam beneficiado dele. Com efeito, com exceção da oferta mista fora do mercado regulamentado regulada pelo artigo 3.º, n.º 1, da Diretiva 2003/71, os investidores qualificados beneficiarão de um prospeto no caso de uma oferta destinada à admissão num mercado regulamentado nos termos do n.º 3 do mesmo artigo, sem prejuízo das exceções relacionadas com a natureza dos valores mobiliários emitidos, previstas no n.º 2 do artigo 4.º dessa diretiva, exceções igualmente aplicáveis aos investidores não profissionais. De igual modo, os investidores qualificados podem beneficiar da publicação voluntária de um prospeto pelo emitente.

33. Assim, tanto a interpretação literal como a interpretação sistemática da Diretiva 2003/71 tendem a infirmar a ideia de que o prospeto é elaborado apenas com o objetivo de proteger os investidores não profissionais.

34. Além disso, a interpretação teleológica desta diretiva aponta no mesmo sentido. Com efeito, o principal objetivo deste diploma é permitir a realização de um mercado único de valores mobiliários (considerando 45) através do desenvolvimento do acesso aos mercados financeiros (considerando 18), em especial para as PME (considerando 4):

- por um lado, simplificando as tarefas administrativas dos emitentes através da criação de um passaporte único (considerando 1) e reduzindo os custos graças à possibilidade de incorporar informação no prospeto através da simples referência a informação já existente e validada (considerando 29), e,
- por outro lado, facilitando as ofertas transfronteiriças, nomeadamente evitando os custos adicionais de tradução em todas as línguas oficiais (considerando 35).

35. Um dos outros objetivos da Diretiva 2003/71, enunciado no seu considerando 16, é «proteger os investidores», diferenciando os «requisitos para a proteção das diversas categorias de investidores, em função dos seus conhecimentos técnicos». Esta proteção passa pela publicação de informações completas (considerandos 18 e 20), fiáveis (considerando 27) e acessíveis (considerando 21), destinadas a permitir aos «[investidores] estarem em condições de proceder a uma avaliação informada de tais riscos, de modo a tomarem as decisões de investimento com pleno conhecimento dos factos», segundo os termos do considerando 19 dessa diretiva.

6 V. considerando 17 da Diretiva 2003/71.

7 V. artigo 3.º, n.º 2, alíneas b) a e), da Diretiva 2003/71.

36. A referida diretiva combina assim esses dois objetivos. O Tribunal de Justiça já teve oportunidade de avaliar esta combinação, tendo declarado que não era necessário um prospeto no caso de venda de valores mobiliários no âmbito de um processo de venda judicial⁸.

37. Consequentemente, a interpretação do artigo 6.º da Diretiva 2003/71 lido em conjugação com o artigo 3.º, n.º 2, alínea a), desta diretiva deve ser feita respeitando o equilíbrio pretendido entre os dois objetivos acima referidos.

38. Por conseguinte, parece-me claro que o facto de os artigos 3.º e 4.º dessa diretiva preverem, de forma detalhada, numerosas derrogações à obrigação de publicar um prospeto, ao passo que o artigo 6.º da referida diretiva enuncia um princípio, sem exceções, de responsabilidade civil no caso de um prospeto inexato, deve conduzir a uma interpretação segundo a qual, no caso de esse prospeto existir, deve ser possível intentar uma ação de responsabilidade civil com fundamento na sua inexatidão, e isso independentemente do estatuto do investidor que se considere lesado.

39. Além disso, se se aceitasse que cada Estado-Membro pode definir se os investidores qualificados podem ou não intentar uma ação de responsabilidade em caso de um prospeto inexato, isso equivaleria a introduzir possíveis distorções entre os Estados-Membros, que prejudicariam de forma desproporcionada o objetivo de realizar o mercado único de valores mobiliários. Este objetivo exige uma interpretação uniforme do âmbito de aplicação do artigo 6.º da Diretiva 2003/71 em relação às pessoas que podem intentar uma ação judicial contra o emitente da oferta.

40. Do mesmo modo, em caso de publicação voluntária de um prospeto inexato, no caso de uma oferta reservada a investidores qualificados, esse investidor deve poder intentar uma ação de responsabilidade civil contra o emitente, com base no artigo 6.º daquela diretiva.

41. Resulta de todas estas considerações que o artigo 6.º da Diretiva 2003/71, lido à luz do artigo 3.º, n.º 2, alínea a), desta diretiva, deve ser interpretado no sentido de que, quando uma oferta pública de valores mobiliários se dirige tanto a investidores não profissionais como a investidores qualificados e é publicado um prospeto, a ação de responsabilidade relativa ao prospeto pode ser exercida pelos investidores qualificados, apesar de não ser necessário publicar esse documento quando a oferta se dirige exclusivamente a estes investidores.

B. A prova do conhecimento da situação real do emitente pelo investidor qualificado pode ser retirada da existência de relações comerciais ou jurídicas entre os dois (fazer parte dos acionistas, dos órgãos de administração, etc.)?

42. Na sua segunda questão prejudicial, o órgão jurisdicional de reenvio interroga o Tribunal de Justiça especificamente sobre a margem de apreciação deixada aos Estados-Membros no artigo 6.º da Diretiva 2003/71.

43. Com efeito, esse artigo 6.º estabelece dois princípios:

- por um lado, os Estados-Membros devem assegurar a existência de, pelo menos, uma pessoa responsável pela informação do prospeto, que esteja identificada e que declare que «a informação constante do prospeto est[á] de acordo com os factos e que não existem omissões suscetíveis de alterar o seu alcance» (n.º 1);
- por outro lado, os Estados-Membros devem assegurar que as suas disposições em matéria de responsabilidade civil sejam aplicáveis às pessoas responsáveis pela informação fornecida num prospeto (n.º 2, primeiro parágrafo).

⁸ V. Acórdão de 17 de setembro de 2014, Almer Beheer e Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, n.ºs 31 a 33 e dispositivo).

44. Uma vez que o artigo 6.º da Diretiva 2003/71 não prevê quaisquer modalidades processuais para intentar uma ação de responsabilidade, cabe aos Estados-Membros estabelecer essas modalidades em conformidade com o seu direito nacional.

45. Como em qualquer caso em que é deixada uma margem de apreciação aos Estados-Membros, as suas escolhas devem respeitar os princípios da efetividade e da equivalência, a fim de preservar o efeito útil das disposições da diretiva em causa. Ainda recentemente o Tribunal de Justiça recordou que as modalidades previstas não devem ser menos favoráveis do que as que regulam situações semelhantes de natureza interna (princípio da equivalência) e não devem tornar impossível, na prática, ou excessivamente difícil o exercício dos direitos conferidos pela ordem jurídica da União (princípio da efetividade)⁹.

46. O Tribunal de Justiça afirmou igualmente estes princípios a propósito da margem de manobra deixada aos Estados-Membros no artigo 6.º da Diretiva 2003/71 no Acórdão de 19 de dezembro de 2013, Hirmann¹⁰.

47. Assim, os Estados-Membros podem, no respeito desses princípios, escolher um fundamento contratual, extracontratual ou quase contratual para essa ação de responsabilidade.

48. Com efeito, embora, no Acórdão de 19 de dezembro de 2013, Hirmann¹¹, o Tribunal de Justiça tenha declarado que a responsabilidade civil de um emitente por irregularidades no prospeto tinha a sua origem no contrato de aquisição de ações¹², cabe referir que se tratava de um processo em que as obrigações resultantes do contrato de sociedade foram invocadas em oposição a uma responsabilidade baseada no contrato de aquisição de ações. Assim, o Tribunal de Justiça decidiu a favor de uma responsabilidade «que tem a sua origem» neste último contrato, e não no contrato de sociedade, sem que isso implique, a meu ver, a obrigação de os Estados-Membros escolherem um fundamento contratual no que respeita à responsabilidade baseada na inexatidão do prospeto.

49. Do mesmo modo, no que respeita ao alcance da própria responsabilidade, o facto de se ter ou não em conta a culpa da vítima assim como a forma como o nexo de causalidade é entendido¹³ são da competência dos Estados-Membros, no respeito dos princípios da efetividade e da equivalência do direito da União.

50. Apesar de, no processo que deu origem ao Acórdão 19 de dezembro de 2013, Hirmann¹⁴, o Tribunal de Justiça ter admitido que um Estado-Membro pode limitar a responsabilidade civil do emitente limitando o montante da indemnização em função da data em que o preço das ações é fixado para efeitos da indemnização, é ainda necessário que o Estado-Membro respeite os princípios da equivalência e da efetividade.

51. Por conseguinte, raciocinando por analogia, é possível admitir que um Estado-Membro pode prever na sua regulamentação que se tenha em conta o conhecimento da situação real do emitente pelo investidor qualificado, desde que sejam respeitados os princípios da efetividade e da equivalência.

9 Acórdão de 26 de junho de 2019, Craeynest e o. (C-723/17, EU:C:2019:533, n.º 54 e jurisprudência aí referida).

10 C-174/12, EU:C:2013:856, n.º 40 e jurisprudência aí referida.

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

12 Acórdão de 19 de dezembro de 2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, n.º 29).

13 A doutrina desenvolveu três teorias sobre o nexo de causalidade: a teoria da causa próxima, a teoria da equivalência de condições e a teoria da causalidade adequada.

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

52. Consequentemente, os Estados-Membros podem estabelecer uma regulamentação que preveja que, no caso de uma ação de responsabilidade exercida por um investidor qualificado por inexatidão do prospeto, deve ser tido em conta o conhecimento da situação real do emitente pelo investidor qualificado, para além das disposições inexatas ou incompletas do prospeto, desde que esse conhecimento também possa ser tido em conta em ações de responsabilidade semelhantes e essa tomada em consideração não tenha por efeito tornar, na prática, impossível ou excessivamente difícil o exercício dessa ação.

53. Contudo, a fiscalização do respeito dos princípios da efetividade e da equivalência só pode ter lugar com base numa aplicação concreta, a uma dada situação, desta tomada em consideração do conhecimento do investidor. Assim, cabe ao órgão jurisdicional de reenvio, que pretende retirar consequências jurídicas do conhecimento da situação económica de um emitente por um investidor qualificado que intentou contra esse emitente uma ação de responsabilidade com fundamento num prospeto inexato, respeitar aqueles princípios ao apreciar a prova desse conhecimento e ao ter em conta esse conhecimento.

54. Resulta de todas estas considerações que o artigo 6.º, n.º 2, da Diretiva 2003/71 deve ser interpretado no sentido de que não se opõe a que, em caso de ação de responsabilidade civil por inexatidão do prospeto, exercida por um investidor qualificado, o conhecimento da situação real do emitente por esse investidor seja tido em conta, para além das disposições inexatas ou incompletas do prospeto, desde que esse conhecimento também possa ser tido em conta em ações de responsabilidade semelhantes e que essa tomada em consideração não tenha por efeito tornar, na prática, impossível ou excessivamente difícil o exercício dessa ação, o que cabe ao órgão jurisdicional de reenvio verificar.

V. Conclusão

55. Atendendo às considerações anteriores, proponho que o Tribunal responda às questões prejudiciais submetidas pelo Tribunal Supremo (Supremo Tribunal, Espanha) da seguinte forma:

- 1) O artigo 6.º da Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Diretiva 2001/34/CE, lido à luz do artigo 3.º, n.º 2, alínea a), desta diretiva, deve ser interpretado no sentido de que, quando uma oferta pública de valores mobiliários se dirige tanto a investidores não profissionais como a investidores qualificados e é publicado um prospeto, a ação de responsabilidade relativa ao prospeto pode ser exercida pelos investidores qualificados, apesar de não ser necessário publicar esse documento quando a oferta se dirige exclusivamente a estes investidores.
- 2) O artigo 6.º, n.º 2, da Diretiva 2003/71 deve ser interpretado no sentido de que não se opõe a que, em caso de ação de responsabilidade civil por inexatidão do prospeto, exercida por um investidor qualificado, o conhecimento da situação real do emitente por esse investidor seja tido em conta, para além das disposições inexatas ou incompletas do prospeto, desde que esse conhecimento também possa ser tido em conta em ações de responsabilidade semelhantes e que essa tomada em consideração não tenha por efeito tornar, na prática, impossível ou excessivamente difícil o exercício dessa ação, o que cabe ao órgão jurisdicional de reenvio verificar.