



Repertoriul jurisprudenței

CONCLUZIILE AVOCATULUI GENERAL
DOMNUL JEAN RICHARD DE LA TOUR
prezentate la 11 februarie 2021¹

Cauza C-910/19

Bankia SA
împotriva
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

[cerere de decizie preliminară formulată de Tribunal Supremo (Curtea Supremă, Spania)]

„Trimitere preliminară – Directiva 2003/71/CE – Societăți – Obligație de publicare a unui prospect în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare – Investitori calificați și necalificați – Răspundere civilă față de investitorii calificați în cazul unui prospect eronat sau incomplet”

I. Introducere

1. Cererea de decizie preliminară privește interpretarea articolului 3 alineatul (2) și a articolului 6 din Directiva 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 4 noiembrie 2003 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare și de modificare a Directivei 2001/34/CE².

2. Această cerere a fost formulată în cadrul unui litigiu între Bankia SA, pe de o parte, și Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), instituție de asigurare în regim mutual, pe de altă parte, această din urmă societate achiziționând acțiuni ale primei societăți în prezența unui prospect care conținea inexactități grave.

3. Această cauză oferă Curții ocazia de a interpreta dispozițiile Directivei 2003/71, care a instituit un prospect care poate fi utilizat ca pașaport unic pentru toate piețele de tranzacționare, pe teritoriul Uniunii, ale titlurilor emise de un emitent. Deși directiva menționată a armonizat în mare măsură conținutul acestui prospect, ea a lăsat totuși o marjă de manevră, pe de o parte, statelor membre în alegerea sistemului și a modalităților potrivit cărora poate fi angajată răspunderea civilă, în special a emitenților sau a ofertanților pentru conținutul informațiilor menționate în prospect, și, pe de altă parte, emitenților care, deși nu sunt obligați, în anumite ipoteze, să publice un astfel de prospect, printre altele în cazul în care oferta de subscriere este făcută numai în beneficiul investitorilor calificați, pot totuși să publice un astfel de prospect în mod voluntar.

¹ Limba originală: franceza.

² JO 2003, L 345, p. 64, Ediție specială, 06/vol. 7, p. 23.

4. Astfel, întrebările Tribunal Supremo (Curtea Supremă, Spania) privesc problema, în primul rând, dacă un prospect inexact poate constitui temeiul unei acțiuni în răspundere civilă introduse de un investitor calificat și, în al doilea rând, dacă dovada cunoașterii situației reale a emitentului de către investitorul calificat poate fi dedusă din existența unor relații comerciale sau juridice între aceștia (participarea la acționariat, la organele de conducere etc.).

5. Vom propune Curții să răspundă, la prima întrebare, că un prospect al cărui conținut este inexact poate constitui întotdeauna temeiul unei acțiuni în răspundere civilă exercitate de un investitor calificat și, la cea de a doua, că aprecierea, în scopul angajării răspunderii civile în special a emitentului sau a ofertantului, a gradului de cunoaștere de către investitorii calificați a situației economice a acestora din urmă ține de dreptul intern, cu condiția respectării principiilor efectivității și echivalenței.

II. Cadrul juridic

A. Directiva 2003/71

6. Considerentele (10), (16), (18), (19) și (27) ale Directivei 2003/71 au următorul cuprins:

„(10) Prezenta directivă și dispozițiile sale de aplicare au ca obiect garantarea protecției investitorilor și eficacitatea pieței, în conformitate cu standardele reglementare exigente promulgate de către forumurile internaționale competente.

[...]

(16) Unul din obiectivele prezentei directive este protejarea investitorilor. Este necesară, prin urmare, diferențierea nevoilor de protecție a diferitelor categorii de investitori, în special în funcție de nivelul lor de competență. Astfel, nu este necesară publicarea unui prospect în caz de ofertă limitată investitorilor calificați. Revânzarea ulterioară a acestor valori sau vânzarea lor directă publicului prin admitere la tranzacționare pe o piață reglementată impune, în schimb, publicarea unui prospect.

[...]

(18) Furnizarea unei informații complete despre aceste valori mobiliare și despre emitenții lor consolidează, împreună cu regulile de comportament, protecția investitorilor. Pe de altă parte, această informație constituie un mod eficient de consolidare a încrederii publicului în valorile mobiliare, contribuind astfel la buna funcționare și dezvoltare a pieței în cauză. Modul adecvat de a face această informație disponibilă constă în publicarea unui prospect.

(19) Investițiile în valori mobiliare, ca orice altă formă de investiții, implică riscuri. Trebuie introduse în toate statele membre garanții care vizează protejarea intereselor investitorilor efectivi și potențiali, pentru a permite respectivilor investitori să evalueze aceste riscuri în cunoștință de cauză și să ia astfel deciziile de investiții în deplină cunoștință de cauză.

[...]

(27) Protecția investitorilor ar trebui garantată prin publicarea unei informații fiabile. În prezent, emitenții de valori mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sunt supuși unor obligații permanente de informare, dar nu sunt obligați să publice în mod regulat informații actualizate. În plus față de aceste obligații, emitenții ar trebui să întocmească o listă anuală cu informațiile publicate sau puse la dispoziția publicului în cursul ultimelor douăsprezece luni, inclusiv cu cele privind toate obligațiile de declarație prevăzute de o altă legislație [a Uniunii].

Acesta ar trebui să constituie un mod de a asigura publicarea regulată de informații consecvente și ușor de înțeles. Pentru a se evita supraîncărcarea pentru unii emitenți, emitenții de titluri, altele decât cele de capital, cu o valoare nominală minimă ridicată, nu ar trebui obligați la aceasta.”

7. Articolul 2 din Directiva 2003/71 prevede:

„(1) În sensul prezentei directive se aplică următoarele definiții:

[...]

- (d) «ofertă publică de valori mobiliare» înseamnă o comunicare adresată sub orice formă și prin orice mijloc unor persoane și care prezintă o informație suficientă asupra condițiilor ofertei și a titlurilor care urmează să fie oferite, astfel încât să îl pună pe investitor în măsura de a hotărî cumpărarea sau subscrierea acestor valori mobiliare: această definiție se aplică de asemenea investițiilor de valori mobiliare prin intermediari financiari;
- (e) «investitori calificați» înseamnă:
- (i) persoanele juridice autorizate sau reglementate ca operatori pe piața financiară, în special instituțiile de credit, societățile de investiții, celelalte instituții financiare autorizate sau reglementate, societățile de asigurări, organismele de plasament colectiv și societățile lor de gestionare, fondurile de pensii și societățile lor de gestionare, intermediarii de materii prime, precum și entitățile care nu sunt autorizate sau reglementate în acest sens, al căror obiect exclusiv este investiția în valori mobiliare;
 - (ii) guvernele naționale și regionale, băncile centrale, organizațiile internaționale și supranaționale, precum și Fondul Monetar Internațional, Banca Centrală Europeană, Banca Europeană de Investiții și celelalte organizații internaționale similare;
 - (iii) celelalte persoane juridice care nu îndeplinesc două din cele trei criterii care figurează la litera (f);
 - (iv) anumite persoane fizice: sub rezerva recunoașterii reciproce, un stat membru poate împuternici persoanele fizice care sunt rezidente în acest stat membru și care au solicitat în mod expres să fie considerate ca investitori calificați, în cazul în care aceste persoane îndeplinesc cel puțin două din criteriile prevăzute la alineatul (2);
 - (v) unele IMM-uri: sub rezerva recunoașterii reciproce, un stat membru poate autoriza IMM-urile care au sediul social în acest stat membru și care au solicitat în mod expres să fie considerate ca investitori calificați;
- (f) «întreprinderi mici și mijlocii» (IMM) înseamnă societățile care, după ultimele lor conturi anuale sau consolidate publicate, prezintă cel puțin două din următoarele caracteristici: un număr mediu de salariați mai mic de 250 de persoane pe întregul exercițiu, un total de bilanț care nu depășește 43 000 000 EUR și o cifră de afaceri netă anuală care nu depășește 50 000 000 EUR;
- (g) «instituție de credit» înseamnă o întreprindere astfel cum este definită la articolul 1 punctul (1) litera (a) din Directiva 2000/12/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 20 martie 2000 privind inițierea și exercitarea activității instituțiilor de credit^[3];

3 JO 2000, L 126, p. 1, Ediție specială, 06/vol. 3, p. 198.

- (h) «emitent» înseamnă o entitate juridică care emite sau propune emiterea de valori mobiliare;
- (i) «persoană care face o ofertă» (sau «ofertant») înseamnă o persoană fizică sau juridică care oferă valori mobiliare publicului;

[...]

(2) În sensul alineatului (1) litera (e) punctul (iv) se aplică următoarele criterii:

- (a) investitorul a efectuat pe piața valorilor mobiliare operațiuni de o anvergură semnificativă, în proporție de cel puțin zece pe trimestru în medie din cele patru trimestre precedente;
- (b) valoarea portofoliului de valori mobiliare a investitorului depășește 500 000 EUR;
- (c) investitorul lucrează sau a lucrat în sectorul financiar timp de cel puțin un an, într-o poziție profesională care cere o cunoaștere a investiției în valori mobiliare.

[...]”

8. Articolul 3 din Directiva 2003/71 prevede:

„(1) Statele membre nu autorizează nicio ofertă publică de valori mobiliare pe teritoriul lor fără publicarea prealabilă a unui prospect.

(2) Obligatorietatea publicării unui prospect nu se aplică următoarelor categorii de oferte:

- (a) unei oferte de valori mobiliare adresate numai investitorilor calificați [...]

[...]

(3) Statele membre asigură că orice admitere de valoare mobilă la tranzacționarea pe o piață reglementată situată sau operând pe teritoriul lor este supusă publicării unui prospect.”

9. Articolul 4 din această directivă prevede derogări de la obligația de publicare a unui prospect pentru anumite categorii de valori mobiliare.

10. Potrivit articolului 5 din directiva menționată:

„(1) Fără a aduce atingere articolului 8 alineatul (2), prospectul conține toate informațiile care, ținând seama de natura specifică a emitentului și a valorilor mobiliare oferite public sau admise la tranzacționarea pe o piață reglementată, sunt informații necesare pentru a permite investitorilor să evalueze în cunoștință de cauză patrimoniul, situația financiară, rezultatele și perspectivele emitentului și ale eventualilor garanți, precum și taxele aferente acestor valori mobiliare. Aceste informații se prezintă sub o formă ușor de analizat și de înțeles.

(2) Prospectul conține informații privind emitentul și valorile mobiliare care trebuie oferite public sau care sunt propuse la tranzacționarea pe o piață reglementată. Acesta cuprinde de asemenea un rezumat. Rezumatul expune pe scurt și într-un limbaj care nu este tehnic principalele caracteristici ale emitentului, ale eventualilor garanți și ale valorilor mobiliare și principalele riscuri prezentate de către aceștia, în limba în care s-a realizat prospectul inițial. Rezumatul cuprinde de asemenea un avertisment către cititor semnalându-i:

- (a) că acesta trebuie citit ca o introducere la prospect;

- (b) că orice decizie de investiție în valorile mobiliare respective trebuie să se bazeze pe o examinare exhaustivă a prospectului de către investitor și
- (c) că, în cazul în care se intentează o acțiune în fața unui tribunal privind informația cuprinsă în prospect, se poate ca investitorul reclamant, în conformitate cu legislația internă a statelor membre, să suporte cheltuielile de traducere a prospectului înaintea începerii procedurii judiciare și
- (d) că se atribuie o răspundere civilă persoanelor care au prezentat rezumatul, inclusiv traducerea sa, și care au cerut notificarea acesteia, dar numai în cazul în care conținutul rezumatului este înșelător, inexact sau contradictoriu în raport cu alte părți ale prospectului.

[...]”

11. Articolul 6 din Directiva 2003/71 prevede:

„(1) Statele membre se asigură că răspunderea față de informațiile furnizate într-un prospect revine cel puțin emitentului sau organelor sale de administrație, de conducere sau de supraveghere, ofertantului, persoanei care solicită admiterea la tranzacționarea pe o piață reglementată sau garantului, după caz. Prospectul identifică în mod clar persoanele responsabile după numele și funcția lor sau, în cazul persoanelor juridice, după numele și sediul lor social și furnizează o declarație din partea lor care certifică, conform competenței lor, că datele prospectului sunt conforme cu realitatea și nu conțin omisiuni de natură a le altera valoarea.

(2) Statele membre se asigură că actele cu putere de lege și actele administrative din domeniul răspunderii civile se aplică persoanelor responsabile de informațiile furnizate în prospecte.

[...]”

B. Dreptul spaniol

12. Articolul 28 din ley 24/1988 del Mercado de Valores (Legea 24/1988 privind piața valorilor mobiliare) din 28 iulie 1988⁴, în versiunea aplicabilă litigiului principal, prevede:

„1. Răspunderea pentru informațiile furnizate în prospect revine cel puțin emitentului, ofertantului sau persoanei care solicită admiterea la tranzacționare pe o piață secundară oficială, precum și administratorilor acestora, conform condițiilor stabilite prin lege.

De asemenea, răspunderea menționată la paragraful anterior revine garantului valorilor mobiliare în ceea ce privește informațiile care trebuie precizate de acesta. Entitatea care dirijează operațiunile este de asemenea responsabilă în ceea ce privește activitățile de verificare care trebuie efectuate, conform condițiilor stabilite prin lege.

Sunt responsabile de asemenea, în condițiile stabilite prin lege, celelalte persoane care acceptă să își asume răspunderea pentru prospect, cu condiția ca acest lucru să fie prevăzut în documentul respectiv, precum și celelalte persoane care nu figurează printre cele menționate anterior, care au autorizat conținutul prospectului.

⁴ BOE nr. 181 din 29 iulie 1988, p. 23405.

2. Persoanele responsabile pentru informațiile furnizate în prospect sunt identificate în mod clar în acesta prin numele și funcția lor sau, în cazul persoanelor juridice, prin denumirea și sediul lor social. De asemenea, acestea trebuie să furnizeze o declarație care certifică, conform competenței lor, că datele prospectului sunt conforme cu realitatea și nu conțin omisiuni de natură a le altera valoarea.

3. Conform condițiilor stabilite prin lege, toate persoanele menționate la alineatele anterioare sunt, după caz, responsabile pentru toate prejudiciile cauzate titularilor valorilor mobiliare achiziționate ca urmare a unor informații eronate sau a unor omisiuni de date relevante din prospect sau din documentul care, dacă este cazul, trebuie elaborat de garant.

Acțiunea în răspundere se prescrie în termen de trei ani de la data la care reclamantul a putut avea cunoștință despre informațiile eronate sau despre omisiunile cu privire la conținutul prospectului.

4. Nu se poate solicita angajarea răspunderii persoanelor menționate la alineatele anterioare numai pe baza rezumatului sau a traducerii sale, cu excepția cazului în care conținutul său este înșelător, inexact sau contradictoriu în raport cu celelalte părți ale prospectului sau dacă nu furnizează, coroborat cu celelalte părți ale prospectului, informațiile esențiale care să îi ajute pe investitori atunci când decid dacă investesc sau nu în valorile mobiliare.”

III. Situația de fapt din litigiul principal și întrebările preliminare

13. În anul 2011, Bankia a inițiat o ofertă publică de subscriere de acțiuni în vederea listării sale la bursă, care cuprindea două tranșe: o primă tranșă adresată investitorilor de retail, angajaților și administratorilor și o a doua tranșă, denumită „tranșa pentru investitorii instituționali”, rezervată pentru investitorii calificați.

14. Începând cu 29 iunie 2011, data înregistrării prospectului la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Comisia Națională pentru Piața Valorilor Mobiliare, Spania), cele două tranșe au fost propuse investitorilor. Începând cu această dată și până la 18 iulie 2011, a avut loc așa-numita perioadă de „book-building”, în cursul căreia potențialii investitori calificați puteau formula propuneri de subscriere.

15. La 18 iulie 2011, prețul acțiunilor a fost stabilit la 3,75 euro pentru ambele tranșe ale ofertei publice.

16. În cadrul ofertei de subscriere, Bankia a contactat UMAS, instituție care desfășoară activități de asigurare în regim mutual, considerată, prin urmare, un investitor calificat. La 5 iulie 2011, UMAS a semnat un ordin de cumpărare de 600 000 de euro pentru 160 000 de acțiuni, la prețul de 3,75 euro/acțiune.

17. Ca urmare a rectificării conturilor anuale ale Bankia, acțiunile și-au pierdut aproape în întregime valoarea pe piața secundară, iar tranzacționarea acestora pe bursă a fost suspendată.

18. În cadrul unor proceduri anterioare, inițiate de investitori de retail, Tribunal Supremo (Curtea Supremă) a statuat că prospectul emis de Bankia conținea inexactități grave în ceea ce privește situația financiară reală a instituției emitente.

19. UMAS a introdus o acțiune împotriva Bankia prin care a solicitat, cu titlu principal, declararea nulității ordinului de cumpărare a acțiunilor ca urmare a unui viciu de consimțământ și, în subsidiar, angajarea răspunderii Bankia ca urmare a caracterului înșelător al prospectului. Instanța de prim grad a constatat nulitatea ordinului de cumpărare a acțiunilor ca urmare a existenței unei erori care antrena un viciu de consimțământ și a dispus restituirea sumelor plătite.

20. Bankia a declarat apel împotriva acestei hotărâri la Audiencia Provincial (Curtea Provincială, Spania). Aceasta din urmă a respins acțiunea în declararea nulității, însă a admis acțiunea în răspundere introdusă împotriva Bankia ca urmare a prospectului eronat.

21. Bankia a formulat recurs împotriva acestei hotărâri la instanța de trimitere. Aceasta a considerat că nici Directiva 2003/71, nici dreptul spaniol nu prevăd în mod expres posibilitatea investitorilor calificați de a angaja răspunderea emitentului pentru un prospect eronat în cazul în care oferta publică de subscriere este mixtă, cu alte cuvinte adresată atât investitorilor de retail, cât și investitorilor calificați. Instanța de trimitere subliniază, în această privință, că articolul 3 alineatul (2) din această directivă exclude emiterea unui prospect în cazul ofertelor adresate exclusiv investitorilor calificați, aceștia din urmă dispunând de capacitatea și de mijloacele de informare care le permit să ia o decizie în cunoștință de cauză. Cu toate acestea, potrivit considerentului (27) al directivei menționate, protecția investitorilor ar trebui garantată prin publicarea unor informații fiabile, fără să se facă distincție între diferitele categorii de investitori.

22. În aceste condiții, Tribunal Supremo (Curtea Supremă) a hotărât să suspende judecarea cauzei și să adreseze Curții următoarele întrebări preliminare privind interpretarea articolului 3 alineatul (2) și a articolului 6 din Directiva 2003/71:

- „1) În cazul în care o ofertă publică de subscriere de acțiuni se adresează atât investitorilor de retail, cât și investitorilor calificați și se emite un prospect adresat investitorilor de retail, acțiunea în răspundere pentru prospect poate fi exercitată de ambele tipuri de investitori sau numai de cei de retail?
- 2) În cazul în care răspunsul la [prima întrebare] este că acțiunea în răspundere pentru prospect poate fi exercitată și de investitorii calificați, se poate aprecia măsura în care aceștia cunoșteau situația economică a emitentului ofertei publice de subscriere de acțiuni independent de prospect, având în vedere relațiile lor juridice sau comerciale cu emitentul respectiv (sunt acționarii săi, fac parte din organele de administrare ale acestuia etc.)?”

23. Bankia, UMAS, guvernele spaniol și ceh, precum și Comisia Europeană au depus observații scrise.

IV. Analiză

24. Prin intermediul primei întrebări preliminare, instanța de trimitere solicită în esență să se stabilească dacă articolul 6 din Directiva 2003/71, citit în lumina articolului 3 alineatul (2) litera (a) din aceasta, trebuie interpretat în sensul că, în cazul în care o ofertă publică de subscriere de valori mobiliare se adresează atât investitorilor de retail, cât și investitorilor calificați și se emite un prospect, acțiunea în răspundere pentru prospect poate fi exercitată de investitorii calificați în pofida faptului că, în cazul în care oferta se adresează exclusiv acestor investitori, nu este necesară publicarea unui asemenea document. Prin intermediul celei de a doua întrebări preliminare, această instanță ridică problema dacă, în cazul unui răspuns afirmativ la prima întrebare, articolul 6 din această directivă trebuie interpretat în sensul că, atunci când un investitor calificat introduce o acțiune, este posibil să se țină seama, pentru a stabili dacă este angajată răspunderea instituției emitente, de faptul că acest investitor a putut avea acces la informații privind situația economică a societății care a emis oferta publică, altele decât cele conținute în prospect.

25. Pentru a răspunde instanței de trimitere, trebuie să se stabilească, în cazul unui prospect eronat emis în cadrul unei oferte mixte, respectiv o ofertă care cuprinde două tranșe, una destinată investitorilor calificați, iar cealaltă destinată investitorilor de retail, în primul rând, dacă există un principiu al răspunderii civile față de investitorii calificați și, în al doilea rând, dacă este cazul, care sunt modalitățile de punere în aplicare a acestei răspunderi.

26. Cu titlu introductiv, trebuie precizat totuși că excepția de inadmisibilitate a cererii de decizie preliminară invocată de UMAS trebuie înlăturată în temeiul jurisprudenței constante a Curții⁵.

27. Astfel, în speță, instanța de trimitere a prezentat în mod suficient legătura existentă între obiectul litigiului și interpretarea solicitată a dreptului Uniunii, realitatea problemei care trebuie soluționată și elementele de fapt și de drept necesare pentru a răspunde în mod util la întrebările adresate.

A. Un prospect inexact poate constitui temeiul unei acțiuni în răspundere civilă introduse de un investitor calificat împotriva emitentului titlurilor?

28. Această problemă se ridică în ipoteza care se prezintă în cadrul cauzei principale, și anume o ofertă mixtă care poate avea loc în cadrul unei oferte publice [articolul 3 alineatul (1) din Directiva 2003/71] sau în cazul emiterii de titluri destinate tranzacționării pe o piață reglementată, întrucât, în acest caz, publicarea unui prospect este obligatorie, astfel de titluri putând fi achiziționate de investitori calificați, precum și de investitori de retail [articolul 3 alineatul (3) din această directivă].

29. Articolul 6 din directiva menționată stabilește principiul răspunderii în cazul emiterii unui prospect eronat sau incomplet, care include obligația statelor membre de a asigura, pe de o parte, identificarea și menționarea, în acest prospect, a persoanelor responsabile de conținutul acestuia [alineatul (1)] și, pe de altă parte, existența unui regim de răspundere civilă în privința lor [alineatul (2)].

30. Cu toate acestea, articolul 6 din Directiva 2003/71 nu prevede vreo excepție de la acest principiu al răspunderii întemeiată pe natura ofertei mixte, indiferent dacă aceasta este oferită numai publicului sau este destinată tranzacționării pe o piață reglementată, chiar dacă alte dispoziții ale acestei directive prevăd derogări de la obligația de publicare a unui prospect, referitoare fie la destinatarii ofertei, la valoarea titlurilor sau a ofertei globale emise [articolul 3 alineatul (2)], fie la natura titlurilor emise (articolul 4). Totuși, aceste derogări de la obligația de publicare nu interzic publicarea voluntară a unui prospect de către un emitent, care va beneficia în acest caz de „pașaportul unic” dacă emisiunea are loc pe o piață reglementată⁶.

31. Instanța de trimitere ridică problema, ca urmare a derogării de la obligația de publicare a unui prospect, astfel cum este prevăzută la articolul 3 alineatul (2) litera (a) din Directiva 2003/71, atunci când oferta este rezervată investitorilor calificați, dacă aceștia din urmă au posibilitatea de a exercita acțiunea în răspundere civilă în temeiul inexactității prospectului. În acest sens, instanța de trimitere pare să se întemeieze pe o premisă care ar fi aceea că, întrucât prospectul este destinat să protejeze și să informeze numai investitorii necalificați, investitorii calificați nu ar putea invoca inexactitatea acestui prospect pentru a exercita o acțiune în răspundere civilă.

32. Cu toate acestea, în realitate, examinate în ansamblu, derogările menționate anterior creează, de fapt, situații în care fie investitorii necalificați nu vor beneficia de un prospect⁷, fie investitorii calificați vor beneficia de un prospect, în timp ce, dacă aceștia ar fi fost singurii destinatari ai ofertei, în afara pieței reglementate, nu ar fi beneficiat de prospect. Astfel, pe lângă oferta mixtă în afara pieței reglementate ale cărei condiții sunt prevăzute la articolul 3 alineatul (1) din Directiva 2003/71, investitorii calificați vor beneficia de un prospect în cazul unei oferte destinate admiterii pe o piață reglementată în temeiul alineatului (3) al aceluiași articol, cu excepția derogărilor legate de natura valorilor mobiliare emise, prevăzute la articolul 4 alineatul (2) din această directivă, derogări care se aplică și investitorilor necalificați. De asemenea, investitorii calificați pot beneficia de publicarea voluntară de către emitent a unui prospect.

5 A se vedea în special Hotărârea din 24 noiembrie 2020, Openbaar Ministerie (Fals în înscrisuri) (C-510/19, EU:C:2020:953, punctele 25-27 și jurisprudența citată).

6 A se vedea considerentul (17) al Directivei 2003/71.

7 A se vedea articolul 3 alineatul (2) literele (b)-(e) din Directiva 2003/71.

33. Astfel, atât interpretarea literală, cât și interpretarea sistematică a Directivei 2003/71 tind să infirme ideea că prospectul este întocmit numai în scopul protecției investitorilor necalificați.

34. În plus, interpretarea teleologică a acestei directive este în același sens. Astfel, obiectivul principal al acestui text este de a permite realizarea unei piețe unice a valorilor mobiliare [considerentul (45)] prin dezvoltarea accesului la piețele financiare [considerentul (18)], în special pentru IMM-uri [considerentul (4)]:

- pe de o parte, simplificând sarcinile administrative pentru emitenți prin instituirea unui pașaport unic [considerentul (1)] și prin reducerea costurilor datorită posibilității de a încorpora informații în prospect prin simpla trimitere la informații deja existente și validate [considerentul (29)] și,
- pe de altă parte, facilitând ofertele transfrontaliere, în special prin evitarea costurilor suplimentare legate de traducerea în toate limbile oficiale [considerentul (35)].

35. Unul dintre celelalte obiective ale Directivei 2003/71, enunțat în considerentul (16) al acesteia, este „protejarea investitorilor”, cu diferențierea în același timp a „nevoilor de protecție a diferitelor categorii de investitori, în special în funcție de nivelul lor de competență”. Această protecție include publicarea unor informații complete [considerentele (18) și (20)], fiabile [considerentul (27)] și accesibile [considerentul (21)], destinate să permită „investitori[lor] să evalueze aceste riscuri în cunoștință de cauză și să ia astfel deciziile de investiții în deplină cunoștință de cauză”, potrivit considerentului (19) al acestei directive.

36. Astfel, directiva menționată coroborează aceste două obiective. Curtea a avut deja ocazia să aprecieze această coroborare, declarând că nu este necesar un prospect în cazul vânzării de titluri în cadrul unei proceduri de executare silită⁸.

37. În consecință, interpretarea articolului 6 din Directiva 2003/71 coroborat cu articolul 3 alineatul (2) litera (a) din aceasta trebuie efectuată cu respectarea echilibrului urmărit între cele două obiective menționate mai sus.

38. Prin urmare, considerăm că este clar că faptul că articolele 3 și 4 din această directivă prevăd, în mod detaliat, numeroase derogări de la obligația de publicare a unui prospect, în timp ce articolul 6 din directiva menționată enunță, fără excepții, principiul răspunderii civile în cazul unui prospect eronat, trebuie să conducă la o interpretare potrivit căreia, în măsura în care există un prospect, trebuie să poată fi introdusă o acțiune în răspundere civilă în temeiul inexactității acestui prospect, indiferent de calitatea investitorului care se consideră prejudiciat.

39. În plus, dacă s-ar admite că fiecare stat membru poate stabili el însuși dacă investitorii calificați pot sau nu să formuleze o acțiune în răspundere în cazul unui prospect inexact, aceasta ar echivala cu introducerea unor posibile distorsiuni între statele membre care aduc atingere în mod disproporționat obiectivului realizării pieței unice a valorilor mobiliare. Acest obiectiv face necesară o interpretare uniformă a domeniului de aplicare al articolului 6 din Directiva 2003/71 în ceea ce privește persoanele care pot introduce o acțiune în justiție împotriva emitentului ofertei.

40. De asemenea, în cazul publicării voluntare a unui prospect inexact cu ocazia unei oferte rezervate investitorilor calificați, un astfel de investitor trebuie să poată formula o acțiune în răspundere civilă împotriva emitentului întemeindu-se pe articolul 6 din această directivă.

⁸ A se vedea Hotărârea din 17 septembrie 2014, Almer Beheer și Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, punctele 31-33 și dispozitivul).

41. Din ansamblul acestor considerații rezultă că articolul 6 din Directiva 2003/71, citit în lumina articolului 3 alineatul (2) litera (a) din aceasta, trebuie interpretat în sensul că, în cazul în care o ofertă publică de subscriere de valori mobiliare se adresează atât investitorilor de retail, cât și investitorilor calificați și se emite un prospect, acțiunea în răspundere pentru prospect poate fi exercitată de investitorii calificați în pofida faptului că, în cazul în care oferta se adresează exclusiv acestor investitori, nu este necesară publicarea unui asemenea document.

B. Dovada cunoașterii situației reale a emitentului de către investitorul calificat se poate întemeia pe existența unor relații comerciale sau juridice între aceștia (participarea la acționariat, la organele de conducere etc.)?

42. Prin intermediul celei de a doua întrebări preliminare, instanța de trimitere solicită Curții să se pronunțe în mod specific cu privire la marja de apreciere lăsată statelor membre de articolul 6 din Directiva 2003/71.

43. Astfel, acest articol 6 stabilește două principii:

- pe de o parte, statele membre trebuie să asigure existența cel puțin a unei persoane responsabile cu informațiile din prospect, identificată în acesta și care să declare că „datele prospectului sunt conforme cu realitatea și nu conțin omisiuni de natură a le altera valoarea” [alineatul (1)];
- pe de altă parte, statele membre trebuie să se asigure că reglementările lor din domeniul răspunderii civile se aplică persoanelor responsabile de informațiile furnizate în prospect [alineatul (2) primul paragraf].

44. Întrucât articolul 6 din Directiva 2003/71 nu prevede nicio modalitate de punere în aplicare a acțiunii în răspundere, revine statelor membre sarcina de a prevedea, potrivit dreptului lor intern, aceste modalități.

45. Precum în orice situație în care statele membre dispun de o marjă de apreciere, opțiunile acestora trebuie să respecte principiile efectivității și echivalenței pentru a menține efectul util al dispozițiilor directivei în cauză. Curtea a mai amintit recent că modalitățile prevăzute nu trebuie să fie mai puțin favorabile decât cele care reglementează situații similare de natură internă (principiul echivalenței) și nu trebuie să facă imposibilă în practică sau excesiv de dificilă exercitarea drepturilor conferite de ordinea juridică a Uniunii (principiul efectivității)⁹.

46. Curtea a afirmat de asemenea aceste principii în Hotărârea din 19 decembrie 2013, Hirmann¹⁰, în ceea ce privește marja de manevră lăsată statelor membre la articolul 6 din Directiva 2003/71.

47. Astfel, cu respectarea principiilor menționate, statele membre pot alege un temei delictual, contractual sau extracontractual pentru această acțiune în răspundere.

48. Astfel, deși Curtea, în Hotărârea din 19 decembrie 2013, Hirmann¹¹, a statuat că răspunderea civilă a unui emitent pentru neregulile prospectului își avea temeiul în contractul de achiziționare de acțiuni¹², trebuie să se observe că era vorba despre o cauză în care obligațiile rezultate din contractul de societate erau invocate pentru a se opune unei aplicări a răspunderii întemeiate pe contractul de

9 Hotărârea din 26 iunie 2019, Craeynest și alții (C-723/17, EU:C:2019:533, punctul 54 și jurisprudența citată).

10 C-174/12, EU:C:2013:856, punctul 40 și jurisprudența citată.

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

12 Hotărârea din 19 decembrie 2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, punctul 29).

achiziționare de acțiuni. Astfel, Curtea s-a pronunțat în favoarea unei răspunderi „care își are temeiul” în acest din urmă contract, iar nu în contractul de societate, fără ca aceasta să implice, în opinia noastră, o obligație a statelor membre de a alege un temei contractual în ceea ce privește răspunderea întemeiată pe inexactitatea prospectului.

49. În același mod, în ceea ce privește întinderea răspunderii înseși, faptul de a ține sau nu seama de culpa victimei, precum și modul în care este înțeleasă¹³ legătura de cauzalitate intră în competența statelor membre, cu respectarea principiilor efectivității și echivalenței din dreptul Uniunii.

50. Deși Curtea a admis, în cauza în care a fost pronunțată Hotărârea din 19 decembrie 2013, Hirmann¹⁴, că un stat membru poate limita răspunderea civilă a emitentului prin limitarea cuantumului despăgubirii în funcție de data la care este stabilit prețul acțiunilor pentru despăgubire, este necesar și ca statul membru să respecte principiile echivalenței și efectivității.

51. Prin urmare, raționând prin analogie, este posibil să se admită că un stat membru poate prevedea în reglementarea sa că se ține seama de cunoașterea situației reale a emitentului de către investitorul calificat, cu condiția respectării principiilor efectivității și echivalenței.

52. În consecință, statele membre pot institui o reglementare care prevede, în cazul unei acțiuni în răspundere exercitate de un investitor calificat pentru inexactitatea prospectului, luarea în considerare a cunoașterii situației reale a emitentului de către investitorul calificat în afara dispozițiilor eronate sau incomplete ale prospectului, din moment ce această cunoaștere poate fi de asemenea luată în considerare în acțiuni în răspundere similare, iar această luare în considerare nu are ca efect, în practică, să facă imposibilă sau excesiv de dificilă exercitarea respectivei acțiuni.

53. Cu toate acestea, controlul respectării principiilor efectivității și echivalenței poate avea loc numai în temeiul unei aplicări concrete la o anumită situație a acestei luări în considerare a cunoașterii investitorului. Astfel, revine instanței de trimitere care dorește să deducă consecințe juridice din cunoașterea situației economice a unui emitent de către un investitor calificat care formulează o acțiune în răspundere împotriva acestuia din urmă în temeiul unui prospect inexact obligația de a respecta principiile menționate în cadrul aprecierii probelor privind această cunoaștere și al luării în considerare a respectivei cunoașteri.

54. Din ansamblul acestor considerații rezultă că articolul 6 alineatul (2) din Directiva 2003/71 trebuie interpretat în sensul că nu se opune ca, în cazul unei acțiuni în răspundere civilă pentru inexactitatea prospectului exercitate de un investitor calificat, să fie luată în considerare cunoașterea situației reale a emitentului de către acest investitor în afara dispozițiilor eronate sau incomplete ale prospectului, din moment ce această cunoaștere poate fi de asemenea luată în considerare în acțiuni în răspundere similare, iar această luare în considerare nu are ca efect, în practică, să facă imposibilă sau excesiv de dificilă exercitarea respectivei acțiuni, aspect a cărui verificare revine instanței de trimitere.

V. Concluzie

55. Având în vedere considerațiile care precedă, propunem Curții să răspundă la întrebările preliminare adresate de Tribunal Supremo (Curtea Supremă, Spania) după cum urmează:

- 1) Articolul 6 din Directiva 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 4 noiembrie 2003 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare și de modificare a Directivei 2001/34/CE, citit în lumina articolului 3 alineatul (2) litera (a) din această directivă, trebuie interpretat în sensul

¹³ Doctrina a elaborat trei teorii privind legătura de cauzalitate: teoria *causa proxima*, cea a echivalenței condițiilor și cea a cauzalității adecvate.

¹⁴ C-174/12, EU:C:2013:856.

că, în cazul în care o ofertă publică de subscriere de valori mobiliare se adresează atât investitorilor de retail, cât și investitorilor calificați și se emite un prospect, acțiunea în răspundere pentru prospect poate fi exercitată de investitorii calificați în pofida faptului că, în cazul în care oferta se adresează exclusiv acestor investitori, nu este necesară publicarea unui asemenea document.

- 2) Articolul 6 alineatul (2) din Directiva 2003/71 trebuie interpretat în sensul că nu se opune ca, în cazul unei acțiuni în răspundere civilă pentru inexactitatea prospectului exercitate de un investitor calificat, să fie luată în considerare cunoașterea situației reale a emitentului de către acest investitor în afara dispozițiilor eronate sau incomplete ale prospectului, din moment ce această cunoaștere poate fi de asemenea luată în considerare în acțiuni în răspundere similare, iar această luare în considerare nu are ca efect, în practică, să facă imposibilă sau excesiv de dificilă exercitarea respectivei acțiuni, aspect a cărui verificare revine instanței de trimitere.