



Zbierka súdnych rozhodnutí

NÁVRHY GENERÁLNEHO ADVOKÁTA
JEAN RICHARD DE LA TOUR
prednesené 11. februára 2021¹

Vec C-910/19

Bankia SA
proti
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

[návrh na začatie prejudiciálneho konania, ktorý podal Tribunal Supremo (Najvyšší súd, Španielsko)]

„Návrh na začatie prejudiciálneho konania – Smernica 2003/71/ES – Spoločnosti – Povinnosť zverejnenia prospektu pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie – Kvalifikovaní a nekvalifikovaní investori – Zodpovednosť za škodu voči kvalifikovaným investorom v prípade nesprávneho alebo neúplného prospektu“

I. Úvod

1. Návrh na začatie prejudiciálneho konania sa týka výkladu článku 3 ods. 2 a článku 6 smernice 2003/71/ES Európskeho parlamentu a Rady zo 4. novembra 2003 o prospekte, ktorý sa zverejňuje pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie, a o zmene a doplnení smernice 2001/34/ES².
2. Tento návrh bol predložený v rámci sporu medzi spoločnosťou Bankia SA a vzájomnou poisťovňou Unión Mutua Asistencial de Seguros (ďalej len „UMAS“), ktorá nadobudla akcie uvedenej spoločnosti pri existencii prospektu obsahujúceho závažné nepresnosti.
3. Táto vec ponúka Súdnemu dvoru príležitosť poskytnúť výklad ustanovení smernice 2003/71, ktorá zaviedla prospekt, ktorý možno používať ako jednorazové povolenie pre všetky miesta kótovania cenných papierov vydaných emitentom nachádzajúce sa na území Únie. Hoci táto smernica v širokej miere harmonizovala obsah tohto prospektu, ponechala priestor na voľnú úvahu jednak členským štátom pri výbere systému a podmienok, za akých môže vznikať zodpovednosť za škodu najmä emitentov alebo ponúkajúcich, pokiaľ ide o obsah informácií uvedených v prospekte, a jednak emitentom, ktorí hoci v určitých prípadoch nie sú povinní zverejniť takýto prospekt, najmä ak sa ponuka na upisovanie uskutočňuje len v prospech kvalifikovaných investorov, môžu tak dobrovoľne urobiť.

¹ Jazyk prednesu: francúzština.

² Ú. v. EÚ L 345, 2003, s. 64; Mim. vyd. 06/006, s. 356.

4. Otázky Tribunal Supremo (Najvyšší súd, Španielsko) sa tak týkajú po prvé toho, či nepresný prospekt môže slúžiť ako základ pre žalobu o určenie zodpovednosti za škodu podanú kvalifikovaným investorom, a po druhé toho, či dôkaz o tom, že kvalifikovaný investor poznal skutočnú situáciu emitenta, možno založiť na existencii obchodných alebo právnych vzťahov medzi nimi (akciové podiely v spoločnosti, účasť v riadiacich orgánoch, atď.).

5. Súdnemu dvoru navrhнем, aby odpovedal na prvú otázku tak, že prospekt, ktorého obsah je nepresný, môže vždy slúžiť ako základ pre žalobu o určenie zodpovednosti za škodu podanú kvalifikovaným investorom, a na druhú otázku tak, že posúdenie miery, do akej kvalifikovaní investori poznajú ekonomickú situáciu emitenta alebo ponúkajúceho, na účely vzniku zodpovednosti emitenta alebo ponúkajúceho za škodu patrí do pôsobnosti vnútroštátneho práva, avšak pod podmienkou dodržania zásad efektivity a ekvivalencie.

II. Právny rámec

A. *Smernica 2003/71*

6. Odôvodnenia 10, 16, 18, 19 a 27 smernice 2003/71 uvádzajú:

„(10) Cieľom tejto smernice a jej vykonávacích opatrení je zabezpečiť ochranu investorov a efektívnosť trhu v súlade s prísnyimi regulačnými normami prijatými na príslušných medzinárodných fórach.

...

(16) Jedným z cieľov tejto smernice je ochrana investorov. Preto je vhodné, aby sa prihliadlo na rôzne požiadavky na ochranu rôznych kategórií investorov a na ich úroveň skúseností. Poskytnutie údajov prostredníctvom prospektu sa nevyžaduje u ponúk vyhradených pre kvalifikovaných investorov. Naopak, akýkoľvek spätný verejný odpredaj alebo verejné obchodovanie prijatím na obchodovanie na regulovanom trhu si vyžaduje zverejnenie prospektu.

...

(18) Poskytovanie úplných údajov týkajúcich sa cenných papierov a emitentov takýchto cenných papierov podporuje ochranu investorov, spolu s pravidlami o podnikaní. Navyše tieto informácie zabezpečujú účinný prostriedok na zvýšenie dôvery k cenným papierom a teda na prispievanie k náležitému fungovaniu a rozvoju trhov s cennými papiermi. Zverejnenie prospektu je vhodným spôsobom sprístupnenia týchto údajov.

(19) Investovanie do cenných papierov ako akákoľvek iná forma investovania obsahuje riziko. Zábezpeky na ochranu záujmov skutočných a potenciálnych investorov sa vyžadujú vo všetkých členských štátoch, aby im bolo umožnené vykonať informované hodnotenie týchto rizík a teda prijímať investičné rozhodnutia s poznaním všetkých skutočností.

...

(27) Investori sa ochránia zabezpečením zverejňovania spoľahlivých údajov. Emitenti, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, podliehajú priebežnej povinnosti poskytovania údajov, ale nevyžaduje sa od nich pravidelné zverejňovanie aktualizovaných údajov. Okrem tejto povinnosti vypracujú emitenti najmenej raz ročne zoznam všetkých príslušných informácií zverejnených alebo verejne sprístupnených za predchádzajúcich 12 mesiacov vrátane údajov poskytnutých rôznym nahlasovacím požiadavkám ustanoveným v iných právnych predpisoch [Únie]. Toto umožní zabezpečenie pravidelného zverejňovania konzistentných a ľahko zrozumiteľných údajov. Aby sa vyhlo nadmernému zaťažaniu určitých emitentov, od emitentov nemajetkových cenných papierov s vysokou najnižšou menovitou hodnotou sa plnenie tejto povinnosti nebude vyžadovať.“

7. Článok 2 smernice 2003/71 stanovuje:

„1. Na účely tejto smernice:

...

d) ‚verejná ponuka cenných papierov‘ znamená oznámenie osobám v akejkoľvek forme a akýmikoľvek prostriedkami, predkladajúce dostatočné informácie o podmienkach ponuky a ponúkaných cenných papieroch, aby sa investori mohli rozhodnúť kúpiť alebo upísať tieto cenné papiere. Táto definícia sa tiež uplatňuje na umiestnenie cenných papierov prostredníctvom finančných sprostredkovateľov;

e) ‚kvalifikovaní investori‘ sú:

- i) právnické osoby, ktoré sú oprávnené alebo regulované na pôsobenie na finančných trhoch, zahŕňajúc: úverové inštitúcie, obchodníkov s cennými papiermi, ostatné oprávnené alebo regulované finančné inštitúcie, poisťovne, subjekty kolektívneho investovania a ich správcovské spoločnosti, penzijné fondy a ich správcovské spoločnosti, obchodníci s komoditami, ako aj subjekty, ktoré nie sú takto oprávnené alebo regulované, ktorých cieľom [predmetom činnosti – *neoficiálny preklad*] je výlučne investovať do cenných papierov;
- ii) národné a regionálne samosprávy, centrálné banky, medzinárodné a nadnárodné inštitúcie, ako je Medzinárodný menový fond, Európska centrálna banka, Európska investičná banka a iné podobné medzinárodné organizácie;
- iii) ostatné právnické osoby, ktoré nespĺňajú dve z troch kritérií stanovených v písmene f);
- iv) určité fyzické osoby: za podmienky vzájomného uznávania sa členský štát môže rozhodnúť, že povolí fyzickým osobám s trvalým pobytom v tomto členskom štáte, ktoré výslovne žiadajú o to, aby boli považované za kvalifikovaných investorov, ak tieto osoby spĺňajú aspoň dve kritéria stanovené v odseku 2;
- v) určité MSP: za podmienky vzájomného uznávania sa členský štát môže rozhodnúť, že povolí MSP so sídlom v tomto členskom štáte, ktoré výslovne žiadajú o to, aby boli považované za kvalifikovaných investorov;

- f) „malé a stredné podniky“ sú spoločnosti, ktoré podľa ich posledných ročných alebo konsolidovaných účtovných závierok spĺňajú aspoň dve z nasledujúcich troch kritérií: priemerný počet zamestnancov za účtovný rok je nižší ako 250, celková účtovná súvaha neprevyšuje 43000000 EUR a čistý ročný obrat nepresahuje 50000000 EUR;
- g) „úverová inštitúcia“ je podnik definovaný článkom 1 odsekom 1 písmenom a) smernice 2000/12/ES Európskeho parlamentu a Rady z 20. marca 2000 o začatí a vykonávaní činností úverových inštitúcií³;
- h) „emitent“ znamená právnickú osobu, ktorá vydáva alebo navrhuje vydanie cenných papierov;
- i) „osoba uskutočňujúca ponuku“ (alebo „ponúkajúci“) znamená právnickú osobu alebo fyzickú osobu, ktorá verejne ponúka cenné papiere;

...

2. Na účely odseku 1 písmena e) bodu iv) kritéria sú nasledujúce:

- a) investor za predchádzajúce štyri štvrtroky vykonal na trhoch s cennými papiermi transakcie významného rozmeru za priemernej frekvencie minimálne 10 na štvrtrok;
- b) veľkosť portfólia cenných papierov investora prevyšuje 0,5 milióna EUR;
- c) investor pracuje alebo pracoval najmenej jeden rok vo finančnom sektore na pozícii, ktorá si vyžaduje znalosti investovania cenných papierov.

...“

8. Článok 3 smernice 2003/71 stanovuje:

„1. Členské štáty nedovolia, aby sa v rámci ich územia vykonala verejná ponuka cenných papierov bez predchádzajúceho zverejnenia prospektu.

2. Povinnosť zverejniť prospekt sa nevzťahuje na nasledujúce druhy ponuky:

- a) ponuka cenných papierov adresovaná výlučne kvalifikovaným investorom...

...

3. Členské štáty zabezpečia, aby každé prijatie cenných papierov na obchodovanie na regulovanom trhu nachádzajúcom sa alebo pôsobiacom v rámci ich územia podliehalo zverejneniu prospektu.“

9. Článok 4 tejto smernice stanovuje výnimky z povinnosti zverejniť prospekt pre určité kategórie cenných papierov.

³ Ú. v. ES L 126, 2000, s. 1; Mim. vyd. 06/003, s. 272.

10. Podľa článku 5 uvedenej smernice:

„1. Bez toho, aby bol dotknutý článok 8 odsek 2, prospekt musí obsahovať všetky údaje, ktoré sú podľa konkrétnej povahy emitenta a cenných papierov verejne ponúkaných alebo prijímaných na obchodovanie na regulovanom trhu potrebné na to, aby sa investorom umožnilo vytvoriť fundované hodnotenie aktív a pasív, finančnej situácie, ziskov a strát a vyhliadky emitenta a akýchkoľvek ručiteľoch a o právach, ktoré sú s týmito cennými papiermi spojené. Tieto údaje sa podajú v ľahko analyzovateľnej a zrozumiteľnej forme.

2. Prospekt musí obsahovať údaje o emitentovi a o cenných papieroch, ktoré sa majú verejne ponúkať alebo prijať na obchodovanie na regulovanom trhu. Musí tiež obsahovať súhrn. Súhrn v stručnosti a vo všeobecne zrozumiteľnom jazyku podá základnú charakteristiku emitenta a rizík s ním spojených, akéhokoľvek ručiteľa a cenných papierov, v jazyku, v ktorom bol prospekt pôvodne vypracovaný. Súhrn obsahuje tiež upozornenie o tom, že:

- a) by sa mal čítať ako úvod k prospektu;
- b) akékoľvek rozhodnutie investovať do cenných papierov by sa malo zakladať na investorovom zvážení prospektu ako celku;
- c) ak sa na súd podá žaloba vo vzťahu k informáciám obsiahnutým v prospekte, žalobca investor by mohol, podľa vnútroštátnych právnych predpisov členských štátov, znášať náklady spojené s prekladom prospektu pred začatím súdneho konania; a
- d) zodpovednosť za škodu znášajú osoby, ktoré predložili súhrn vrátane jeho prekladu, a požiadali o ich prihlásenie, ale to len vtedy, ak je súhrn zavádzajúci, nepresný alebo nekonzistentný pri jeho čítaní spolu s ostatnými časťami prospektu.

...“

11. Článok 6 smernice 2003/71 stanovuje:

„1. Členské štáty zabezpečia, aby sa zodpovednosť za údaje uvedené v prospekte spájala prinajmenšom s emitentom alebo jeho správnymi, riadiacimi alebo dozornými orgánmi, ponúkajúcim alebo osobou žiadajúcou o prijatie na obchodovanie na regulovanom trhu alebo ručiteľom, podľa daného prípadu. Zodpovedné osoby sa v prospekte zreteľne označia ich menami a pozíciami alebo, v prípade právnických osôb, ich názvami a sídlami, ako aj ich vyhlásením, že podľa ich najlepších znalostí sú údaje obsiahnuté v prospekte v súlade so skutočnosťou a že prospekt nevynecháva nič, čo by mohlo ovplyvniť jeho význam.

2. Členské štáty zabezpečia, aby sa ich zákony, iné právne predpisy a správne opatrenia o zodpovednosti za škodu vzťahovali na osoby zodpovedné za údaje uvádzané v prospekte.

...“

B. Španielske právo

12. Článok 28 ley 24/1988 del Mercado de Valores (zákon č. 24/1988 o trhu s cennými papiermi) z 28. júla 1988⁴, v znení uplatniteľnom na spor vo veci samej, stanovuje:

„1. Zodpovednosť za údaje uvedené v prospekte nesie prinajmenšom ten, kto vydáva, ponúka alebo ako osoba žiada o prijatie na obchodovanie na oficiálnom sekundárnom trhu, ako aj členovia ich štatutárnych orgánov, v súlade s podmienkami stanovenými právnymi predpismi.

Zodpovednosť uvedenú v predchádzajúcom odseku rovnako nesie ručiteľ cenných papierov, pokiaľ ide o údaje, ktoré je povinný uviesť. Zodpovednosť nesie aj riadiaci orgán, pokiaľ ide o kontrolné úlohy, ktoré má vykonávať v súlade s podmienkami stanovenými právnymi predpismi.

Za podmienok stanovených právnymi predpismi nesú zodpovednosť aj tie osoby, ktoré súhlasia s prevzatím zodpovednosti spojenej s prospektom, pokiaľ to stanovuje uvedený dokument, ako aj iné vyššie neuvedené osoby, ktoré schválili obsah prospektu.

2. Osoby zodpovedné za údaje uvedené v prospekte sa v prospekte zreteľne označia ich menami a funkciami alebo v prípade právnických osôb ich názvami a sídlami. Tieto osoby musia tiež predložiť vyhlásenie, že podľa ich najlepšieho vedomia sú údaje uvedené v prospekte v súlade so skutočnosťou a že v prospekte nebolo vynechané nič, čo by mohlo ovplyvniť jeho význam.

3. V súlade s podmienkami stanovenými právnymi predpismi všetky osoby uvedené v predchádzajúcich odsekoch prípadne nesú zodpovednosť za akúkoľvek škodu alebo ujmu spôsobenú držiteľom cenných papierov nadobudnutých v dôsledku nesprávnych údajov alebo neuvedenia relevantných údajov v prospekte alebo v dokumente, ktorý musí prípadne vypracovať ručiteľ.

Na nároky na uplatnenie zodpovednosti sa vzťahuje premlčacia lehota v trvaní troch rokov odo dňa, keď sa žalobca mohol v súvislosti s obsahom prospektu dozvedieť o nesprávnych alebo opomenutých údajoch.

4. Osoby uvedené v predchádzajúcich odsekoch nenesú nijakú zodpovednosť iba na základe súhrnu alebo jeho prekladu, pokiaľ jeho obsah nie je zavádzajúci, nepresný alebo nekonzistentný s ostatnými časťami prospektu, alebo ak v spojení s ostatnými časťami prospektu obsahuje kľúčové informácie, ktoré majú pomôcť investorom pri rozhodovaní o investovaní do týchto cenných papierov.“

III. Skutkové okolnosti sporu vo veci samej a prejudiciálne otázky

13. Spoločnosť Bankia vyhlásila v roku 2011 verejnú ponuku na upisovanie akcií na účely svojho vstupu na burzu cenných papierov, ktorá bola rozdelená na dve tranže: prvá tranža bola určená pre drobných investorov, zamestnancov a členov štatutárnych orgánov, druhá, tzv. „inštitucionálna tranža“, bola vyhradená pre kvalifikovaných investorov.

⁴ BOE č. 181, z 29. júla 1988, s. 23405.

14. Od 29. júna 2011, kedy Comisión Nacional del Mercado de Valores (Národná komisia pre trh s cennými papiermi, Španielsko) zaregistrovala prospekt, boli obe tieto tranže ponúknuté investorom. Od uvedeného dňa do 18. júla 2011 prebiehalo tzv. „obdobie prieskumu dopytu“, počas ktorého mohli potenciálni kvalifikovaní investori predkladať návrhy na upisovanie.

15. Dňa 18. júla 2011 bola cena akcií stanovená na 3,75 eura pre obe tranže verejnej ponuky.

16. V rámci ponuky na upisovanie Bankia kontaktovala UMAS, spoločnosť zaoberajúcu sa činnosťou v oblasti vzájomného poistenia, ktorá sa preto považuje za kvalifikovaného investora. Dňa 5. júla 2011 sa UMAS upísala na kúpu 160 000 akcií v hodnote 3,75 eura za akciu, spolu v sume 600 000 eur.

17. V dôsledku pozmenenia ročnej účtovnej závierky spoločnosti Bankia akcie stratili takmer všetku svoju hodnotu na sekundárnom trhu a ich kótovanie bolo pozastavené.

18. Tribunal Supremo (Najvyšší súd, Španielsko) v rámci predchádzajúcich konaní začatých drobnými investormi rozhodol, že prospekt vydaný spoločnosťou Bankia obsahoval závažné nepresnosti týkajúce sa skutočnej finančnej situácie emitujúcej spoločnosti.

19. UMAS podala proti spoločnosti Bankia žalobu, ktorou sa domáhala v prvom rade vyhlásenia neplatnosti pokynu na nákup akcií z dôvodu omylu pri udelení súhlasu a subsidiárne vzniku zodpovednosti spoločnosti Bankia z dôvodu zavádzajúcej povahy prospektu. Súd prvého stupňa konštatoval neplatnosť pokynu na nákup akcií z dôvodu omylu vedúceho k vade súhlasu a nariadil vrátenie zaplatených súm.

20. Bankia podala odvolanie proti tomuto rozsudku na Audiencia Provincial (provinčný súd, Španielsko). Tento súd zamietol žalobu o vyhlásenie neplatnosti, vyhovel však žalobe o určenie zodpovednosti podanej proti spoločnosti Bankia z dôvodu nesprávneho prospektu.

21. Bankia podala proti tomuto rozsudku kasačný opravný prostriedok na vnútroštátny súd. Tento súd sa domnieval, že ani smernica 2003/71, ani španielske právo výslovne neupravujú možnosť kvalifikovaných investorov dovoľávať sa zodpovednosti emitenta z dôvodu nesprávneho prospektu, ak ide o zmiešanú verejnú ponuku na upisovanie, teda ponuku adresovanú tak drobným investorom, ako aj kvalifikovaným investorom. Vnútroštátny súd v tejto súvislosti zdôrazňuje, že článok 3 ods. 2 tejto smernice oslobodzuje od povinnosti vydania prospektu ponuky adresované výlučne kvalifikovaným investorom, keďže títo investori majú kapacitu a informačné prostriedky, ktoré im umožňujú prijať informované rozhodnutie. Podľa odôvodnenia 27 uvedenej smernice však má byť ochrana investorov zabezpečená zverejňovaním spoľahlivých údajov, pričom toto ustanovenie nerozlišuje medzi rôznymi kategóriami investorov.

22. Za týchto podmienok Tribunal Supremo (Najvyšší súd) rozhodol prerušiť konanie a položiť Súdnemu dvoru tieto prejudiciálne otázky týkajúce sa výkladu článku 3 ods. 2 a článku 6 smernice 2003/71:

„1. V prípade, ak je verejná ponuka na upisovanie akcií určená tak drobným investorom, ako aj kvalifikovaným investorom a vydá sa prospekt pre drobných investorov, môže sa žaloba o určenie zodpovednosti spojenej s prospektom vzťahovať na oba typy investorov alebo len na drobných investorov?

2. V prípade, ak odpoveď na [prvú otázku] je, že sa vzťahuje aj na kvalifikovaných investorov, je možné posúdiť ich úroveň informovanosti o finančnej situácii emitenta verejnej výzvy na upisovanie akcií nezávisle od prospektu, na základe ich právnych alebo obchodných vzťahov s uvedeným emitentom (byť jeho akcionárom, členom štatutárnych orgánov, atď.)?“
23. Písomné pripomienky predložili Bankia, UMAS, španielska a česká vláda, ako aj Komisia.

IV. Analýza

24. Svojou prvou prejudiciálnou otázkou sa vnútroštátny súd v podstate pýta, či sa má článok 6 smernice 2003/71 v spojení s článkom 3 ods. 2 písm. a) tejto smernice vykladať v tom zmysle, že v prípade, ak je verejná ponuka na upisovanie cenných papierov adresovaná tak drobným, ako aj kvalifikovaným investorom a je vydaný prospekt, kvalifikovaní investori môžu podať žalobu o určenie zodpovednosti za prospekt, aj keď takýto dokument nemusí byť zverejnený, pokiaľ je ponuka určená výlučne týmto investorom. Svojou druhou prejudiciálnou otázkou sa tento súd pýta, či v prípade kladnej odpovede na prvú otázku sa má článok 6 tejto smernice vykladať v tom zmysle, že ak kvalifikovaný investor podá žalobu, na účely určenia, či vzniká zodpovednosť emitenta, je možné zohľadniť skutočnosť, že tento investor mohol mať prístup k iným informáciám o ekonomickej situácii spoločnosti, ktorá vydala verejnú ponuku, ako tým, ktoré sú obsiahnuté v prospekte.

25. Na účely poskytnutia odpovede vnútroštátnemu súdu je v prípade nesprávneho prospektu vydaného v rámci zmiešanej ponuky, t. j. ponuky zloženej z dvoch tranží, z ktorých jedna je určená pre kvalifikovaných investorov a druhá je určená pre maloobchodných investorov, potrebné zaoberať sa po prvé existenciou zásady zodpovednosti za škodu voči kvalifikovaným investorom a prípadne po druhé podmienkami uplatnenia tejto zodpovednosti.

26. Na úvod však treba spresniť, že v súlade s ustálenou judikatúrou Súdneho dvora⁵ musí byť námietka neprípustnosti návrhu na začatie prejudiciálneho konania, ktorú vzniesla UMAS, zamietnutá.

27. V prejednávanej veci totiž vnútroštátny súd dostatočne ozrejmil súvislosť medzi predmetom sporu a požadovaným výkladom práva Únie, existenciu problému, ktorý treba vyriešiť, a skutkové a právne okolnosti potrebné na užitočnú odpoveď na položené otázky.

A. Môže nepresný prospekt slúžiť ako základ pre žalobu o určenie zodpovednosti za škodu podanú kvalifikovaným investorom proti emitentovi cenných papierov?

28. Táto otázka vzniká za predpokladu, ktorý nastal v rámci konania vo veci samej, teda v prípade zmiešanej ponuky, ku ktorej môže dôjsť v rámci verejnej ponuky (článok 3 ods. 1 smernice 2003/71) alebo v prípade emisie cenných papierov určených na kótovanie na regulovanom trhu, keďže v tomto prípade je zverejnenie prospektu povinné a takéto cenné papiere môžu nadobúdať kvalifikovaní investori, ako aj drobní investori (článok 3 ods. 3 tejto smernice).

⁵ Pozri najmä rozsudok z 24. novembra 2020, Openbaar Ministerie (Falšovanie listín) (C-510/19, EU:C:2020:953, body 25 až 27 a citovaná judikatúra).

29. Článok 6 uvedenej smernice stanovuje zásadu zodpovednosti v prípade vydania nesprávneho alebo neúplného prospektu, ktorá zahŕňa povinnosť členských štátov zabezpečiť jednak, aby boli v tomto prospekte identifikované a uvedené osoby zodpovedné za jeho obsah (odsek 1), a jednak existenciu úpravy zodpovednosti za škodu vzťahujúcej sa na tieto osoby (odsek 2).

30. Článok 6 smernice 2003/71 však nestanovuje výnimku z tejto zásady zodpovednosti na základe povahy zmiešanej ponuky, a to bez ohľadu na to, či je ponuka adresovaná verejnosti alebo určená na kótovanie na regulovanom trhu, hoci iné ustanovenia tejto smernice stanovujú výnimky z povinnosti zverejnenia prospektu, ktoré sa týkajú buď adresátov ponuky, hodnoty cenných papierov alebo celkovej ponuky (článok 3 ods. 2), alebo povahy vydaných cenných papierov (článok 4). Tieto výnimky z povinnosti zverejnenia však emitentovi nezakazujú dobrovoľne zverejniť takýto prospekt, čím teda získa „jednorazové povolenie“, ak sa emisia uskutoční na regulovanom trhu.⁶

31. Vnútroštátny súd sa na základe výnimky z povinnosti zverejnenia prospektu, ako je stanovená v článku 3 ods. 2 písm. a) smernice 2003/71, v prípade ponuky vyhradenej pre kvalifikovaných investorov pýta na možnosť týchto investorov podať žalobu o určenie zodpovednosti za škodu založenú na nepresnosti prospektu. Vnútroštátny súd tak, zdá sa, vychádza z predpokladu, že vzhľadom na to, že prospekt má chrániť a informovať len nekvalifikovaných investorov, kvalifikovaní investori sa na účely podania žaloby o určenie zodpovednosti za škodu nemôžu odvolávať na nepresnosť tohto prospektu.

32. V skutočnosti však vyššie uvedené výnimky posudzované ako celok *de facto* vytvárajú situácie, v ktorých buď nemajú prospekt k dispozícii ani nekvalifikovaní investori⁷, alebo majú prospekt k dispozícii aj kvalifikovaní investori, hoci keby boli jedinými adresátmi ponuky mimo regulovaného trhu, nemali by ho. Okrem zmiešanej ponuky mimo regulovaného trhu upravenej článkom 3 ods. 1 smernice 2003/71 majú totiž kvalifikovaní investori k dispozícii prospekt v prípade ponuky určenej na prijatie na obchodovanie na regulovanom trhu podľa odseku 3 toho istého článku, okrem výnimiek spojených s povahou emitovaných cenných papierov stanovených v článku 4 ods. 2 tejto smernice, ktoré sa uplatňujú aj na nekvalifikovaných investorov. Kvalifikovaní investori môžu rovnako tak využiť dobrovoľné zverejnenie prospektu emitentom.

33. Tak doslovný, ako aj systematický výklad smernice 2003/71 majú teda tendenciu vyvrátiť myšlienku, že prospekt sa vyhotovuje iba v záujme ochrany nekvalifikovaných investorov.

34. Okrem toho aj teleologický výklad tejto smernice je rovnaký. Prvoradým cieľom tohto aktu je totiž umožniť dokončenie jednotného trhu s cennými papiermi (odôvodnenie 45) rozvíjaním prístupu na finančné trhy (odôvodnenie 18), a to najmä pre MSP (odôvodnenie 4):

- jednak zjednodušením administratívnych povinností emitentov zavedením jednorazového povolenia (odôvodnenie 1) a znížením nákladov vďaka možnosti zahrnúť do prospektu informácie jednoduchým odkazom na už existujúce a overené informácie (odôvodnenie 29) a
- jednak uľahčením cezhraničných ponúk najmä zamedzením dodatočných nákladov spojených s prekladom do všetkých úradných jazykov (odôvodnenie 35).

⁶ Pozri odôvodnenie 17 smernice 2003/71.

⁷ Pozri článok 3 ods. 2 písm. b) až e) smernice 2003/71.

35. Jedným z ďalších cieľov smernice 2003/71, uvedeným v jej odôvodnení 16, je „ochrana investorov“, pričom sa má prihliadať na rôzne „požiadavky na ochranu rôznych kategórií investorov a na ich úroveň skúseností“. Táto ochrana si vyžaduje zverejňovanie úplných (odôvodnenia 18 a 20), spoľahlivých (odôvodnenie 27) a prístupných (odôvodnenie 21) informácií, ktoré podľa odôvodnenia 19 tejto smernice majú umožniť investorom „vykonať informované hodnotenie týchto rizík a teda prijímať investičné rozhodnutia s poznaním všetkých skutočností“.

36. Uvedená smernica teda kombinuje tieto dva ciele. Súdny dvor už mal príležitosť posúdiť túto kombináciu, pričom rozhodol, že v prípade predaja cenných papierov v rámci núteného exekučného konania nie je prospekt potrebný.⁸

37. Z toho vyplýva, že pri výklade článku 6 smernice 2003/71 v spojení s článkom 3 ods. 2 písm. a) tejto smernice musí byť dodržaná rovnováha medzi oboma vyššie uvedenými cieľmi.

38. Považujem teda za zrejmé, že skutočnosť, že články 3 a 4 tejto smernice podrobne stanovujú viaceré výnimky z povinnosti zverejnenia prospektu, zatiaľ čo článok 6 uvedenej smernice stanovuje bez výnimky zásadu zodpovednosti za škodu v prípade nesprávneho prospektu, musí viesť k výkladu, podľa ktorého v prípade, ak prospekt existuje, musí existovať možnosť podať žalobu o určenie zodpovednosti za škodu na základe nepresnosti tohto prospektu, a to bez ohľadu na postavenie investora, ktorý sa považuje za poškodeného.

39. Okrem toho ak sa pripustilo, že každý členský štát môže sám definovať, či sa kvalifikovaní investori môžu alebo nemôžu domáhať zodpovednosti za škodu v prípade nepresného prospektu, viedlo by to k vzniku nepomeru medzi členskými štátmi, čím by sa neprimerane narušil cieľ dokončenia jednotného trhu s cennými papiermi. Tento cieľ si vyžaduje jednotný výklad pôsobnosti článku 6 smernice 2003/71, pokiaľ ide o osoby oprávnené podať žalobu proti vyhlasovateľovi ponuky.

40. Rovnako v prípade dobrovoľného zverejnenia nepresného prospektu pri ponuke vyhradenej pre kvalifikovaných investorov musí mať takýto investor možnosť domáhať sa zodpovednosti za škodu voči emitentovi na základe článku 6 tejto smernice.

41. Zo všetkých týchto úvah vyplýva, že článok 6 smernice 2003/71 v spojení s článkom 3 ods. 2 písm. a) tejto smernice sa má vykladať v tom zmysle, že v prípade, ak je verejná ponuka na upisovanie cenných papierov adresovaná tak drobným investorom, ako aj kvalifikovaným investorom a je vydaný prospekt, kvalifikovaní investori môžu podať žalobu o určenie zodpovednosti spojenej s prospektom, aj keď takýto dokument nemusí byť zverejnený, pokiaľ je ponuka určená výlučne týmto investorom.

B. Možno dôkaz o tom, že kvalifikovaný investor poznal skutočnú situáciu emitenta, založiť na existencii obchodných alebo právnych vzťahov medzi nimi (akciové podiely v spoločnosti, účasť v riadiacich orgánoch, atď.)?

42. Svojou druhou prejudiciálnou otázkou sa vnútroštátny súd pýta Súdneho dvora konkrétne na voľnú úvahu, ktorú členským štátom ponecháva článok 6 smernice 2003/71.

⁸ Pozri rozsudok zo 17. septembra 2014, Almer Beheer a Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, body 31 až 33 a výrok).

43. Tento článok 6 totiž stanovuje dve zásady:

- členské štáty musia jednak zabezpečiť existenciu aspoň jednej osoby zodpovednej za údaje uvedené v prospekte, ktorá je v ňom menovite identifikovaná a ktorá vyhlási, že „sú údaje obsiahnuté v prospekte v súlade so skutočnosťou a že prospekt nevynecháva nič, čo by mohlo ovplyvniť jeho význam“ (odsek 1),
- a jednak členské štáty musia zabezpečiť, aby sa ich ustanovenia o zodpovednosti za škodu vzťahovali na osoby zodpovedné za údaje uvedené v prospekte (odsek 2 prvý pododsek).

44. Keďže článok 6 smernice 2003/71 nestanovuje nijaký postup pri podávaní žaloby o náhradu škody, prináleží členským štátom, aby tieto podmienky upravili v súlade s ich vnútroštátnym právom.

45. Tak ako v každom prípade, keď je členským štátom ponechaná miera voľnej úvahy, ich rozhodnutia musia dodržiavať zásady efektivity a ekvivalencie, aby sa zachoval potrebný účinok ustanovení predmetnej smernice. Súdny dvor nedávno opätovne pripomenul, že stanovené podmienky nesmú byť menej výhodné ako právna úprava, ktorá upravuje zhodné skutkové okolnosti vnútroštátnej povahy (zásada ekvivalencie), a nesmú viesť k praktickej nemožnosti alebo nadmernému sťaženiu výkonu práv priznaných právnym poriadkom Únie (zásada efektivity).⁹

46. Súdny dvor potvrdil tieto zásady v súvislosti s mierou voľnej úvahy, ktorú článok 6 smernice 2003/71 ponecháva členským štátom, aj v rozsudku z 19. decembra 2013, Hirmann¹⁰.

47. Pri dodržaní uvedených zásad si tak členské štáty môžu zvoliť mimozmluvný, zmluvný alebo kvázi zmluvný základ pre túto žalobu o náhradu škody.

48. Aj keď totiž Súdny dvor v rozsudku z 19. decembra 2013, Hirmann¹¹, rozhodol, že základom občianskoprávnej zodpovednosti emitenta za nezrovnalosti v prospekte je zmluva o nadobudnutí akcií,¹² treba poznamenať, že išlo o vec, v ktorej boli povinnosti vyplývajúce zo spoločenskej zmluvy využité s cieľom brániť uplatneniu zodpovednosti založenej na zmluve o nadobudnutí akcií. Súdny dvor tak rozhodol v prospech zodpovednosti, „ktorej základom je“ zmluva o nadobudnutí akcií a nie spoločenská zmluva, čo však podľa môjho názoru neznamená, že pokiaľ ide o zodpovednosť založenú na nepresnosti prospektu, členské štáty sú povinné zvoliť zmluvný základ.

49. Rovnako tak pokiaľ ide o samotný rozsah zodpovednosti, zohľadnenie alebo nezohľadnenie zavinenia zo strany poškodeného, ako aj spôsob poňatia príčinnej súvislosti¹³ patria do právomoci členských štátov pri dodržaní zásad efektivity a ekvivalencie stanovených právom Únie.

⁹ Rozsudok z 26. júna 2019, Craeynest a i. (C-723/17, EU:C:2019:533, bod 54 a citovaná judikatúra).

¹⁰ C-174/12, EU:C:2013:856, bod 40 a citovaná judikatúra.

¹¹ C-174/12, EU:C:2013:856.

¹² Rozsudok z 19. decembra 2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, bod 29).

¹³ Doktrína vyvinula tri teórie príčinnej súvislosti: teóriu bezprostrednej príčiny (*causa proxima*), teóriu ekvivalencie podmienok a teóriu primeranej príčinnej súvislosti.

50. Hoci Súdny dvor vo veci, v ktorej bol vydaný rozsudok z 19. decembra 2013, Hirmann¹⁴, pripustil, že členský štát môže obmedziť občianskoprávnu zodpovednosť emitenta tým, že obmedzí výšku náhrady škody na cenu akcií stanovenú ku dňu podania návrhu na náhradu škody, je tiež potrebné, aby členský štát dodržiaval zásady ekvivalencie a efektivity.

51. Na základe analogických úvah je preto možné pripustiť, že členský štát môže vo svojej právnej úprave stanoviť, že sa zohľadní znalosť skutočnej situácie emitenta, ktorú má kvalifikovaný investor, avšak pod podmienkou dodržania zásad efektivity a ekvivalencie.

52. Členské štáty preto môžu prijať právnu úpravu, ktorá stanovuje, že v prípade žaloby o určenie zodpovednosti podanej kvalifikovaným investorom vo veci nepresnosti prospektu sa zohľadní znalosť skutočnej situácie emitenta, ktorú má kvalifikovaný investor nad rámec nesprávnych alebo neúplných ustanovení prospektu, pokiaľ táto znalosť môže byť zohľadnená aj v podobných žalobách o určenie zodpovednosti a ak toto zohľadnenie v praxi nevedie k znemožneniu alebo nadmernému sťaženiu podania tejto žaloby.

53. Dodržiavanie zásad efektivity a ekvivalencie sa však môže kontrolovať len na základe konkrétneho uplatnenia tohto zohľadnenia znalosti investora v danej situácii. Vnútroštátny súd, ktorý chce vyvodiť právne dôsledky zo znalosti ekonomickej situácie emitenta, ktorú má kvalifikovaný investor domáhajúci sa zodpovednosti emitenta za škodu spôsobenú v dôsledku nepresného prospektu, tak musí pri posudzovaní dôkazov o tejto znalosti a pri zohľadnení tejto znalosti dodržať uvedené zásady.

54. Zo všetkých týchto úvah vyplýva, že článok 6 ods. 2 smernice 2003/71 sa má vykladať v tom zmysle, že nebráni tomu, aby sa v prípade žaloby o určenie zodpovednosti za škodu podanej kvalifikovaným investorom vo veci nepresného prospektu zohľadnila znalosť skutočnej situácie emitenta, ktorú má tento investor nad rámec nesprávnych alebo neúplných ustanovení prospektu, pokiaľ táto znalosť môže byť zohľadnená aj v podobných žalobách o určenie zodpovednosti a ak toto zohľadnenie v praxi nevedie k znemožneniu alebo nadmernému sťaženiu podania tejto žaloby, čo prináleží overiť vnútroštátnemu súdu.

V. Návrh

55. Vzhľadom na predchádzajúce úvahy navrhujem, aby Súdny dvor odpovedal na prejudiciálne otázky, ktoré mu položil Tribunal Supremo (Najvyšší súd, Španielsko), takto:

1. Článok 6 smernice 2003/71/ES Európskeho parlamentu a Rady zo 4. novembra 2003 o prospekte, ktorý sa zverejňuje pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie, a o zmene a doplnení smernice 2001/34/ES v spojení s článkom 3 ods. 2 písm. a) tejto smernice sa má vykladať v tom zmysle, že v prípade, ak je verejná ponuka na upisovanie cenných papierov adresovaná tak drobným investorom, ako aj kvalifikovaným investorom a je vydaný prospekt, kvalifikovaní investori môžu podať žalobu o určenie zodpovednosti spojenej s prospektom, aj keď takýto dokument nemusí byť zverejnený, pokiaľ je ponuka určená výlučne týmto investorom.

¹⁴ C-174/12, EU:C:2013:856.

2. Článok 6 ods. 2 smernice 2003/71 sa má vykladať v tom zmysle, že nebráni tomu, aby sa v prípade žaloby o určenie zodpovednosti za škodu podanej kvalifikovaným investorom vo veci nepresného prospektu zohľadnila znalosť skutočnej situácie emitenta, ktorú má tento investor nad rámec nesprávnych alebo neúplných ustanovení prospektu, pokiaľ táto znalosť môže byť zohľadnená aj v podobných žalobách o určenie zodpovednosti a ak toto zohľadnenie v praxi nevedie k znemožneniu alebo nadmernému sťaženiu podania tejto žaloby, čo prináleží overiť vnútroštátnemu súdu.