



Zbirka odločb sodne prakse

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNEGA PRAVOBRANILCA
JEANA RICHARDA DE LA TOURA,
predstavljeni 11. februarja 2021¹

Zadeva C-910/19

Bankia SA
proti
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

(Predlog za sprejetje predhodne odločbe, ki ga je vložilo Tribunal Supremo (vrhovno sodišče, Španija))

„Predhodno odločanje – Direktiva 2003/71/ES – Družbe – Obveznost objave prospekta ob javni ponudbi vrednostnih papirjev ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje – Dobro poučeni vlagatelji in tisti, ki niso dobro poučeni – Civilna odgovornost v razmerju do dobro poučenih vlagateljev za nepravilen ali nepopoln prospekt“

I. Uvod

1. Predlog za sprejetje predhodne odločbe se nanaša na razlago člena 3(2) in člena 6 Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES².
2. Ta predlog je bil vložen v okviru spora med družbama Bankia SA in Unión Mutua Asistencial de Seguros (v nadaljevanju: UMAS), ustanovo za vzajemno zavarovanje, ki je delnice prvonavedene družbe pridobila na podlagi prospekta, ki je vseboval resne nepravilnosti.
3. Ta zadeva Sodišču ponuja priložnost, da razloži določbe Direktive 2003/71, s katero je bil uveden prospekt, ki se lahko uporablja kot enoten potni list na vseh trgih vrednostnih papirjev v Uniji, na katerih kotirajo vrednostni papirji izdajatelja. Čeprav je bila z navedeno direktivo vsebina tega prospekta večinoma harmonizirana, pa je pustila določeno diskrecijsko pravico na eni strani državam članicam pri izbiri sistema in načina uveljavljanja med drugim civilne odgovornosti izdajateljev ali ponudnikov za vsebino informacij iz prospekta in na drugi strani izdajateljem, ki – čeprav v določenih primerih takega prospekta niso dolžni objaviti, med drugim kadar je ponudba za vpis namenjena samo dobro poučenim vlagateljem – lahko to storijo prostovoljno.
4. Tako se vprašani Tribunal Supremo (vrhovno sodišče, Španija) na prvem mestu nanašata na to, ali je lahko nepravilen prospekt podlaga za tožbo dobro poučenega vlagatelja zaradi civilne odgovornosti, na drugem mestu pa na to, ali je to, da je dobro poučeni vlagatelj poznal dejanski položaj izdajatelja, mogoče dokazovati na podlagi obstoja poslovnih ali pravnih razmerij med njima (lastništvo delnic, sodelovanje v organih upravljanja itd.).

¹ Jezik izvirnika: francoščina.

² UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 6, str. 356.

5. Sodišču bom predlagal, naj na prvo vprašanje odgovori, da je prospekt z nepravilno vsebino vedno lahko podlaga za tožbo dobro poučenega vlagatelja zaradi civilne odgovornosti, na drugo vprašanje pa, da – za namene uveljavljanja civilne odgovornosti med drugim izdajatelja ali ponudnika – presoja stopnje seznanjenosti dobro poučenih vlagateljev z ekonomskim položajem izdajatelja ali ponudnika spada na področje nacionalnega prava, ob spoštovanju načel učinkovitosti in enakovrednosti.

II. Pravni okvir

A. Direktiva 2003/71

6. V uvodnih izjavah 10, 16, 18, 19 in 27 Direktive 2003/71 je navedeno:

„(10) Cilj te direktive in njenih izvedbenih ukrepov je zagotoviti varstvo vlagateljev in tržno učinkovitost v skladu z visokimi pravnimi standardi, sprejetimi v ustreznih mednarodnih institucijah.

[...]

(16) Eden od ciljev te direktive je zaščititi investitorje. Zato je primerno upoštevati različne zahteve za varstvo različnih kategorij investitorjev in njihovo raven strokovnega znanja in izkušenj. Razkritje, ki ga omogoča prospekt, ni potrebno za ponudbe, ki so omejene na dobro poučene investitorje. Nasprotno pa je za nadaljnjo javno prodajo ali javno trgovanje preko sprejetja v trgovanje na organiziranem trgu potrebna objava prospekta.

[...]

(18) Posredovanje celovitih informacij v zvezi z vrednostnimi papirji in izdajatelji teh vrednostnih papirjev skupaj s pravili o vodenju poslov spodbuja varstvo vlagateljev. Poleg tega take informacije zagotavljajo učinkovito sredstvo povečevanja zaupanja v vrednostne papirje in tako prispevajo k pravilnemu delovanju in razvoju trgov vrednostnih papirjev. Ustrezen način dajanja teh informacij na voljo je objava prospekta.

(19) Naložba v vrednostne papirje tako kot vsaka oblika naložbe, vključuje tveganje. V vseh državah članicah so potrebni zaščitni ukrepi za varstvo interesov dejanskih in potencialnih vlagateljev, da lahko taka tveganja ocenijo na podlagi prejetih informacij in tako sprejemajo odločitve o naložbah ob celovitem poznavanju dejstev.

[...]

(27) Vlagatelji naj bi bili zaščiteni z zagotavljanem objavljanja zanesljivih informacij. Za izdajatelje, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na organiziranem trgu, velja stalna obveznost razkritja, vendar jim ni treba redno objavljati posodobljenih informacij. Na podlagi te obveznosti naj bi izdajatelji najmanj enkrat na leto navedli vse ustrezne informacije, ki so bile v preteklih 12 mesecih objavljene ali dane na voljo javnosti, vključno z informacijami, posredovanimi na zahtevo za poročanje, predpisano v drugih zakonodajnih aktih [Unije]. To naj bi omogočilo in zagotovilo redno objavlanje doslednih in lahko razumljivih informacij. Da bi preprečili preveliko obremenitev nekaterih izdajateljev, izdajateljem nelastniških vrednostnih papirjev z visoko najmanjšo nominalno vrednostjo ni treba izpolnjevati te obveznosti.“

7. Člen 2 Direktive 2003/71 določa:

„1. Za namene te direktive se uporabljajo naslednje opredelitve:

[...]

- (d) ‚javna ponudba vrednostnih papirjev‘ pomeni sporočilo osebam v katerikoli obliki in s katerimi koli sredstvi, ki daje dovolj informacij o pogojih ponudbe in vrednostnih papirjih, ki se ponujajo, da se vlagatelj lahko odloči za nakup ali vpis teh vrednostnih papirjev. Ta opredelitev se uporablja tudi za prodajo vrednostnih papirjev preko finančnih posrednikov;
- (e) ‚dobro poučeni vlagatelji‘ pomeni:
- (i) pravne osebe, ki so pooblašcene ali organizirane za delovanje na finančnih trgih, vključno s: kreditnimi institucijami, investicijskimi družbami, drugimi pooblaščenimi ali organiziranimi finančnimi institucijami, zavarovalnicami, kolektivnimi naložbenimi sistemi in njihovimi družbami za upravljanje, pokojninskimi skladi in njihovimi družbami za upravljanje, trgovci z blagom, ter tudi subjekti, ki niso tako pooblašcene ali organizirane, katerih podjetniški namen je izključno vlaganje v vrednostne papirje;
 - (ii) nacionalne in regionalne vlade, centralne banke, mednarodne in nadnacionalne institucije, kot je Mednarodni denarni sklad, Evropska centralna banka, Evropska investicijska banka in druge podobne mednarodne organizacije;
 - (iii) druge pravne osebe, ki ne izpolnjujejo dveh od treh meril iz točke (f);
 - (iv) nekatere fizične osebe: ob upoštevanju vzajemnega priznavanja država članica lahko dovoli fizičnim osebam s stalnim prebivališčem v državi članici, ki izrecno prosijo, da se štejejo kot vlagatelji, ki izpolnjujejo pogoje, če te osebe izpolnjujejo najmanj dve od meril, določenih v odstavku 2;
 - (v) nekatera mala in srednje velika podjetja: ob upoštevanju vzajemnega priznavanja država članica lahko dovoli malim in srednje velikim podjetjem, ki imajo registrirani sedež v navedeni državi članici in ki izrecno prosijo, da se štejejo kot vlagatelji, ki izpolnjujejo pogoje;
- (f) ‚mala in srednja velika podjetja‘ pomeni gospodarske družbe, ki glede na njihov zadnji letni računovodski izkaz ali konsolidirani računovodski izkaz izpolnjujejo najmanj dve od naslednjih treh meril: povprečno število zaposlenih v poslovnem letu je manj kot 250, celotna bilanca stanja ne presega 43 000 000 EUR in letni čisti prihodek ne presega 50 000 000 EUR;
- (g) ‚kreditna institucija‘ pomeni podjetje, kot je opredeljeno v členu 1(1)(a) Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 20. marca 2000 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij³;
- (h) ‚izdajatelj‘ pomeni pravna oseba, ki izdaja ali predlaga izdajo vrednostnih papirjev;
- (i) ‚oseba, ki da ponudbo‘ (ali ‚ponudnik‘) pomeni pravna oseba ali posameznik, ki javno ponudi vrednostne papirje;

[...]

3 UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 3, str. 272.

2. Za namene odstavka 1(e)(iv) so merila naslednja:

- (a) vlagatelj je na trgu vrednostnih papirjev izvedel večje transakcije s povprečno pogostostjo najmanj 10 na četrtletje v prejšnjih štirih četrtletjih;
- (b) velikost portfelja vrednostnih papirjev vlagatelja presega 0,5 milijona EUR;
- (c) vlagatelj dela ali je najmanj eno leto delal v finančnem sektorju na strokovnem položaju, ki zahteva poznavanje vlaganja v vrednostne papirje.

[...]“.

8. Člen 3 Direktive 2003/71 določa:

„1. Države članice na svojih ozemljih ne dovolijo nobene javne ponudbe vrednostnih papirjev brez predhodne objave prospekta.

2. Dolžnost objave prospekta ne velja za naslednje vrste ponudb:

- (a) ponudbo vrednostnih papirjev, naslovljeno izključno na dobro poučene investitorje [...]

[...]

3. Države članice zagotovijo, da je za vsak sprejem vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu na njenih ozemljih ali ki delujejo na njenih ozemljih, treba objaviti prospekt.“

9. Člen 4 navedene direktive določa oprostitev dolžnosti objave prospekta za nekatere kategorije vrednostnih papirjev.

10. Člen 5 navedene direktive določa:

„1. Brez poseganja v člen 8(2) prospekt vsebuje vse informacije, ki so glede na posebno naravo izdajatelja in vrednostnih papirjev, ki se ponudijo javnosti ali sprejmejo v trgovanje na organiziranem trgu, potrebne, da vlagatelji lahko na podlagi prejetih informacij ocenijo aktivo in pasivo, finančni položaj, poslovni izid ter pričakovanja izdajatelja in katerega koli garanta in pravic, ki izhajajo iz takih vrednostnih papirjev. Te informacije morajo biti predstavljene v obliki, ki omogoča hitro analizo in je razumljiva.

2. Prospekt vsebuje informacije o izdajatelju in vrednostnih papirjih, ki bodo ponujeni javnosti ali sprejeti v trgovanje na organizirani trg. Vključuje tudi izvleček. Izvleček v jeziku, v katerem je bil izdelan izvirni prospekt, na kratek način in v netehničnem jeziku opisuje bistvene lastnosti in tveganja, povezana z izdajateljem, katerim koli garantom in vrednostnimi papirji. Izvleček vsebuje tudi opozorilo, da:

- (a) ga je treba brati kot uvod k prospektu;
- (b) naj vlagatelj pred vsako odločitvijo za vlaganje v vrednostne papirje preuči celoten prospekt;
- (c) kadar se v zvezi z informacijami v prospektu na sodišču vloži zahtevek, vlagatelj tožnik po nacionalni zakonodaji držav članic krije stroške prevoda prospekta pred začetkom sodnega postopka; in

(d) osebe, ki so vložile izvleček, vključno s prevodom povzetka in zaprosile za prigrasitev, imajo civilnopravno odgovornost, vendar le, če je izvleček zavajajoč, netočen ali neskladen, kadar se bere skupaj z drugimi deli prospekta.

[...]“.

11. Člen 6 Direktive 2003/71 določa:

„1. Države članice zagotovijo, da so za informacije, navedene v prospektu, odgovorni vsaj izdajatelj ali njegovi upravni ali nadzorni organi, ponudnik, oseba, ki prosi za sprejem v trgovanje na organiziranem trgu oziroma garant. Odgovorne osebe so jasno navedene v prospektu z imeni in funkcijami, ali v primeru pravnih oseb z imeni in registriranimi sedeži ter njihovimi izjavami, da so po njihovem najboljšem vedenju in prepričanju informacije v prospektu skladne z dejstvi in da v prospektu ni nobene opustitve, ki bi lahko vplivala na njegovo pomen.

2. Države članice zagotovijo, da se njihovi zakoni in drugi predpisi o civilnopravni odgovornosti uporabljajo za osebe, odgovorne za informacije, navedene v prospektu.

[...]“.

B. Španska zakonodaja

12. Člen 28 Ley 24/1988 del Mercado de Valores (zakon 24/1988 o trgu vrednostnih papirjev) z dne 28. julija 1988⁴ v različici, ki se uporablja za spor o glavni stvari, določa:

„1. Za informacije, navedene v prospektu, so odgovorni vsaj izdajatelj, ponudnik ali oseba, ki prosi za sprejem v trgovanje na organiziranem sekundarnem trgu, ter člani uprave in nadzornega sveta navedenih subjektov, v skladu s pogoji, ki se določijo z uredbo.

Odgovornost iz prejšnjega odstavka nosi tudi garant vrednostnih papirjev v zvezi z informacijami, ki jih mora pripraviti. Odgovoren je tudi organizator, in sicer za preverjanje, ki ga opravi pod pogoji, določenimi z uredbo.

Pod pogoji, določenimi z uredbo, so odgovorne tudi druge osebe, ki sprejmejo odgovornost za prospekt, če je tako zapisano na navedenem dokumentu, ter druge osebe, ki niso med pravkar navedenimi in ki so potrdile vsebino prospekta.

2. Osebe, ki so odgovorne za informacije v prospektu, so v prospektu jasno navedene z imeni in funkcijami ali, v primeru pravnih oseb, z imeni in registriranimi sedeži. Poleg tega morajo izjaviti, da so po njihovem najboljšem vedenju in prepričanju informacije v prospektu skladne z dejstvi in da v prospektu ni nobene opustitve, ki bi lahko vplivala na njegov pomen.

3. V skladu s pogoji, ki se določijo z uredbo, so vse osebe iz prejšnjih odstavkov odgovorne, glede na primer, za vso škodo, ki bi jo povzročile imetnikom vrednostnih papirjev, kupljenih zaradi napačnih informacij ali opustitev pomembnih podatkov v prospektu ali dokumentu, ki ga mora pripraviti garant.

Tožba za ugotovitev odgovornosti zastara tri leta po datumu, ko je lahko vlagatelj zahtevka izvedel za napačne informacije ali opustitve v zvezi z vsebino prospekta.

⁴ BOE št. 181 z dne 29. julija 1988, str. 23405.

4. Od oseb, navedenih v prejšnjih odstavkih, ni mogoče zahtevati odgovornosti na podlagi povzetka ali prevoda povzetka, razen če je ta zavajajoč, netočen ali neskladen, kadar se bere skupaj z drugimi deli prospekta ali, kadar se bere skupaj z drugimi deli prospekta, ne daje ključnih informacij, ki bi vlagateljem nudile pomoč, ko se odločajo o morebitnem vlaganju v vrednostne papirje.“

III. Dejansko stanje spora o glavni stvari in vprašanja za predhodno odločanje

13. Družba Bankia S. A. je leta 2011 objavila javno ponudbo za vpis delnic zaradi svoje uvrstitve na borzo, ki je bila razdeljena na dve tranši: prvo tranšo za male vlagatelje, zaposlene in člane upravnega odbora ter drugo – takoimenovano „institucionalno tranšo“ – za dobro poučene vlagatelje.

14. Od 29. junija 2011, ko je bil prospekt registriran pri Comisión Nacional del Mercado de Valores (nacionalna komisija za trg vrednostnih papirjev, Španija), sta bila vlagateljem ponujena oba dela. Od navedenega datuma do 18. julija 2011 je potekalo tako imenovano obdobje „zbiranja naročil“, v katerem so lahko potencialni dobro poučeni vlagatelji podali predloge za vpis.

15. Cena delnic je bila 18. julija 2011 za oba dela javne ponudbe določena na 3,75 EUR.

16. Družba Bankia se je v okviru ponudbe za vpis obrnila na družbo UMAS, ki se ukvarja z dejavnostjo vzajemnega zavarovanja in je zato dobro poučeni vlagatelj. Družba UMAS je 5. julija 2011 oddala ponudbo za nakup 160.000 delnic za 600.000 EUR, torej 3,75 EUR na delnico.

17. Delnice so zaradi popravka letnih računovodskih izkazov družbe Bankia izgubile skoraj vso svojo vrednost na sekundarnem trgu in prenehale kotirati.

18. Tribunal Supremo (vrhovno sodišče) je v prejšnjih postopkih, sproženih na pobudo malih vlagateljev, razsodilo, da je prospekt, ki ga je izdala družba Bankia, vseboval resne nepravilnosti glede resničnega finančnega položaja izdajatelja.

19. Družba UMAS je vložila tožbo proti družbi Bankia in v njej primarno predlagala razglasitev ničnosti nakupa delnic zaradi napake pri privolitvi, podredno pa, naj se ugotovi odgovornost družbe Bankia zaradi neresnic v prospektu. Prvostopenjsko sodišče ugotovilo ničnost naročila za nakup delnic zaradi neobstoja veljavne privolitve ter odredilo vračilo izplačanih zneskov.

20. Družba Bankia je zoper to sodbo vložila pritožbo pri Audiencia Provincial (pokrajinsko sodišče, Španija). Zadnjenavedeno je tožbo za ugotovitev ničnosti zavrnilo, ugodilo pa je tožbi zaradi odgovornosti družbe Bankia zaradi nepravilnega prospekta.

21. Družba Bankia je zoper to sodbo pri predložitvenem sodišču vložila kasacijsko pritožbo. Navedeno sodišče meni, da niti Direktiva 2003/71/ES niti španska zakonodaja izrecno ne urejata možnosti, da bi lahko dobro poučeni vlagatelji pri mešani javni ponudbi za vpis – torej taki, ki je namenjena tako malim vlagateljem kot dobro poučenim vlagateljem – uveljavljali odgovornost izdajatelja za nepravilen prospekt. Predložitveno sodišče v zvezi s tem poudarja, da v skladu s členom 3(2) navedene direktive pri ponudbah, naslovljenih izključno na dobro poučene vlagatelje, prospekta ni treba izdati, ker imajo ti na voljo zmogljivost in informacijska sredstva, ki jim omogočajo jasno odločanje o vlaganju. Kljub temu pa je treba v skladu z uvodno izjavo 27 navedene direktive zaščito vlagateljev zagotoviti z objavo zanesljivih informacij, brez razlikovanja med različnimi kategorijami vlagateljev.

22. V teh okoliščinah je Tribunal Supremo (vrhovno sodišče) prekinilo odločanje in Sodišču v predhodno odločanje predložilo ti vprašanji v zvezi z razlago člena 3(2) in člena 6 Direktive 2003/71:

- „1. Ali lahko v primeru, da je javna ponudba za vpis delnic namenjena tako malim vlagateljem kot dobro poučenim vlagateljem in da se izda prospekt za male vlagatelje, tožbo za ugotovitev odgovornosti za prospekt vložita obe vrsti vlagateljev ali samo mali vlagatelji?
2. Če je odgovor na [prvo vprašanje] tak, da jo lahko vložijo tudi dobro poučeni vlagatelji, ali je mogoče oceniti njihovo stopnjo poznavanja ekonomskega položaja izdajatelja javne ponudbe za vpis, ki ni razviden iz prospekta, glede na njihove pravne ali trgovinske odnose z navedenim izdajateljem (lastništvo delnic izdajatelja, sodelovanje v njegovih upravnih organih ipd.)?“

23. Pisna stališča so predložile družbe Bankia, UMAS, španska in češka vlada ter Evropska komisija.

IV. Analiza

24. Predložitveno sodišče s prvim vprašanjem za predhodno odločanje v bistvu sprašuje, ali je treba člen 6 Direktive 2003/71 v povezavi s členom 3(2)(a) razlagati tako, da lahko – kadar je javna ponudba za vpis vrednostnih papirjev namenjena tako malim vlagateljem kot dobro poučenim vlagateljem in je izdan prospekt – dobro poučeni vlagatelji vložijo tožbo zaradi odgovornosti v zvezi s prospektom, čeprav takega dokumenta ni treba objaviti, kadar je ponudba namenjena izključno tem vlagateljem. Predložitveno sodišče z drugim vprašanjem za predhodno odločanje sprašuje, ali je treba v primeru pritrdilnega odgovora na prvo vprašanje člen 6 te direktive razlagati tako, da se – kadar dobro poučeni vlagatelj vloži tožbo – pri ugotavljanju odgovornosti izdajatelja lahko upošteva dejstvo, da je imel ta vlagatelj možnost dostopa do tistih informacij o ekonomskem položaju družbe, ki je izdala javno ponudbo, ki jih v prospektu ni.

25. Za odgovor predložitvenemu sodišču se je treba v primeru nepravilnega prospekta, izdanega v okviru mešane ponudbe – torej ponudbe z dvema sklopoma, enim za dobro poučene vlagatelje in drugim za male vlagatelje – najprej vprašati glede obstoja načela civilne odgovornosti v razmerju do dobro poučenih vlagateljev in nato po potrebi še glede načinov uveljavljanja te odgovornosti.

26. Pred tem pa je treba pojasniti, da je treba ugovor o nedopustnosti predloga za sprejetje predhodne odločbe, ki ga je podala družba UMAS, na podlagi ustaljene sodne prakse Sodišča⁵ zavriniti.

27. V obravnavani zadevi je namreč predložitveno sodišče zadostno pojasnilo povezavo med predmetom spora in predlogom za razlago prava Unije, resničnost težave, ki jo je treba rešiti, ter dejanske in pravne elemente, ki so potrebni za koristen odgovor na postavljena vprašanja.

A. Ali je nepravilen prospekt lahko podlaga za tožbo dobro poučenega vlagatelja zaradi civilne odgovornosti izdajatelja vrednostnih papirjev?

28. To vprašanje se postavlja v primeru, ki je predmet postopka v glavni stvari, torej mešane ponudbe, ki se lahko izvede v okviru javne ponudbe (člen 3(1) Direktive 2003/71) ali pri izdaji vrednostnih papirjev zaradi sprejema v trgovanje na organiziranem trgu, saj je v tem primeru objava prospekta obvezna, dobro poučeni in mali vlagatelji pa lahko take vrednostne papirje kupijo (člen 3(3) te direktive).

⁵ Glej zlasti sodbo z dne 24. novembra 2020, Openbaar Ministerie (Ponarejanje listin) (C-510/19, EU:C:2020:953, točke od 25 do 27 in navedena sodna praksa).

29. Člen 6 navedene direktive določa načelo odgovornosti za izdajo nepravilnega ali nepopolnega prospekta, ki vključuje obveznost držav članic, da na eni strani v zvezi s tem prospektom zagotovijo identifikacijo in navedbo oseb, odgovornih za njegovo vsebino (odstavek 1), in na drugi strani to, da za te osebe velja sistem civilne odgovornosti (odstavek 2).

30. Člen 6 Direktive 2003/71 pa ne določa izjeme od tega načela odgovornosti zaradi narave mešane ponudbe, ne glede na to, ali je namenjena samo javnosti ali zaradi sprejema v trgovanje na organiziranem trgu, medtem ko druge določbe te direktive določajo odstopanja od obveznosti objave prospekta, ki se nanašajo na prejemnike ponudbe, na vrednost izdanih vrednostnih papirjev ali na celotno ponudbo (člen 3(2)) ali na naravo izdanih vrednostnih papirjev (člen 4). Navedena odstopanja od obveznosti objave pa ne prepovedujejo prostovoljne objave prospekta izdajatelju, ki bo imel korist od „enotnega potnega lista“, če se izdaja opravi na organiziranem trgu⁶.

31. Predložitveno sodišče se zaradi odstopanja od obveznosti objave prospekta, kot je določena v členu 3(2)(a) Direktive 2003/71, če je ponudba namenjena samo dobro poučenim vlagateljem, sprašuje, ali lahko ti vlagatelji vložijo tožbo zaradi civilne odgovornosti za nepravilen prospekt. Pri tem se predložitveno sodišče kot kaže opira na predpostavko, da se dobro obveščeni vlagatelji – ker je prospekt namenjen izključno zaščiti in obveščanju vlagateljev, ki niso dobro obveščeni – pri vložitvi tožbe zaradi civilne odgovornosti ne morejo sklicevati na nepravilnost prospekta.

32. Vendar zgoraj navedena odstopanja, če se obravnavajo kot celota, dejansko ustvarjajo položaje, v katerih vlagatelji, ki niso dobro poučeni, ne bi imeli koristi od prospekta⁷, dobro poučeni vlagatelji pa bi imeli koristi od prospekta, razen če bi bili edini naslovniki ponudbe zunaj organiziranega trga, ko od prospekta ne bi imeli koristi. Razen mešane ponudbe zunaj organiziranega trga, ki jo ureja člen 3(1) Direktive 2003/71, bi namreč dobro poučeni vlagatelji v skladu z odstavkom 3 istega člena imeli koristi od prospekta v primeru ponudbe, namenjene sprejemu v trgovanje na organiziranem trgu, razen izjem v zvezi z naravo izdanih vrednostnih papirjev iz člena 4(2) te direktive, pri čemer izjeme veljajo tudi za vlagatelje, ki niso dobro poučeni. Prav tako imajo lahko dobro poučeni vlagatelji korist takrat, kadar izdajatelj prospekt objavi prostovoljno.

33. Zato tako jezikovna kot sistematična razlaga Direktive 2003/71 omajata idejo, da je namen prospekta zgolj zaščita vlagateljev, ki niso dobro poučeni.

34. V to smer gre tudi teleološka razlaga te direktive. Osnovni cilj tega pravnega akta je namreč vzpostavitev enotnega trga vrednostnih papirjev (uvodna izjava 45) z razvojem dostopa do finančnih trgov (uvodna izjava 18), zlasti za MSP (uvodna izjava 4):

- na eni strani s tem, da je administrativne naloge izdajateljev poenostavila z uvedbo enotnega potnega lista (uvodna izjava 1) in z znižanjem stroškov zaradi možnosti vključitve informacij v prospekt zgolj s sklicevanjem na že obstoječe in potrjene informacije (uvodna izjava 29), in
- na drugi strani z olajšanjem čezmejnih ponudb zlasti s preprečevanjem dodatnih stroškov prevajanja v vse uradne jezike.

35. Od drugih ciljev Direktive 2003/71 je v uvodni izjavi 16 naveden cilj „zaščititi vlagatelje“ in hkrati razlikovati „zahteve za varstvo različnih kategorij investitorjev in njihovo raven strokovnega znanja in izkušenj“. To varstvo se zagotovi z objavo celovitih (uvodni izjavi 18 in 20), zanesljivih (uvodna izjava 27) in dostopnih (uvodna izjava 21) informacij, ki vlagateljem omogočajo, „da lahko [...] tveganja ocenijo na podlagi prejetih informacij in tako sprejemajo odločitve o naložbah ob celovitem poznavanju dejstev“, kot je navedeno v uvodni izjavi 19 te direktive.

⁶ Glej uvodno izjavo 17 Direktive 2003/71.

⁷ Glej člen 3(2), od (b) do (e), Direktive 2003/71.

36. Navedena direktiva torej združuje oba cilja. Sodišče je o tej kombinaciji že presojalo in razsodilo, da prospekt ni potreben v primeru prodaje vrednostnih papirjev v okviru postopka prisilne izvršbe⁸.

37. Zato je treba člen 6 Direktive 2003/71 v povezavi z njenim členom 3(3)(a) razlagati ob spoštovanju zelenega ravnovesja med obema zgoraj navedenima ciljema.

38. Zato je po mojem mnenju jasno, da mora dejstvo, da člena 3 in 4 te direktive podrobno določata številna odstopanja od obveznosti objave prospekta, hkrati pa člen 6 navedene direktive v primeru nepravilnega prospekta določa načelo civilne odgovornosti brez izjeme, voditi do razlage, po kateri mora biti mogoče – če prospekt obstaja – vložiti tožbo zaradi civilne odgovornosti za nepravilnost tega prospekta, in to ne glede na status vlagatelja, ki meni, da je oškodovan.

39. Poleg tega bi dopuščanje možnosti vsaki državi članici, da sama opredeli, ali lahko dobro poučeni vlagatelji v primeru nepravilnih prospektov uveljavljajo odgovornost ali ne, lahko povzročilo neravnovesje med državami članicami, kar bi nesorazmerno škodilo cilju vzpostavitve enotnega trga vrednostnih papirjev. Zaradi navedenega cilja je potrebna enotna razlaga področja uporabe člena 6 Direktive 2003/71 v zvezi z osebami, ki lahko vložijo pravno sredstvo zoper izdajatelja ponudbe.

40. Prav tako je treba v primeru prostovoljne objave nepravilnega prospekta pri ponudbi, ki je namenjena samo dobro poučenim vlagateljem, takim vlagateljem omogočiti uveljavljanje civilne odgovornosti izdajatelja na podlagi člena 6 te direktive.

41. Iz navedenih ugotovitev izhaja, da je treba člen 6 Direktive 2003/71 v povezavi z njenim členom 3(2)(a) razlagati tako, da lahko – kadar je javna ponudba za vpis vrednostnih papirjev naslovljena tako na male vlagatelje kot na dobro poučene vlagatelje in je izdan prospekt – dobro poučeni vlagatelji vložijo tožbo zaradi odgovornosti v zvezi s prospektom, tudi če takega dokumenta ni treba objaviti, kadar se ponudba nanaša izključno na te vlagatelje.

B. Ali se lahko to, da je dobro poučeni vlagatelj poznal dejanski položaj izdajatelja, dokazuje na podlagi obstoja poslovnih ali pravnih razmerij med njima (udeležba v lastništvu, organih upravljanja ipd.)?

42. Predložitveno sodišče z drugim vprašanjem za predhodno odločanje Sodišče posebej sprašuje o diskrecijski pravici držav članic na podlagi člena 6 Direktive 2003/71.

43. Ta člen 6 namreč določa dve načeli:

- na eni strani morajo države članice zagotoviti, da je za informacije iz prospekta odgovorna vsaj ena oseba, ki je v njem identificirana in ki izjavlja, da so „informacije v prospektu skladne z dejstvi in da v prospektu ni nobene opustitve, ki bi lahko vplivala na njegovo pomen“ (odstavek 1);
- na drugi strani morajo države članice zagotoviti, da se njihovi predpisi o civilni odgovornosti uporabljajo za osebe, odgovorne za informacije, navedene v prospektu (odstavek 2, prvi pododstavek).

44. Ker člen 6 Direktive 2003/71 ne določa načina uveljavljanja odgovornosti, morajo podrobna pravila za to določiti države članice v skladu s svojim nacionalnim pravom.

⁸ Glej sodbo z dne 17. septembra 2014, Almer Beheer in Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, točke od 31 do 33 in izrek).

45. Države članice morajo tako kot vedno, kadar imajo diskrecijsko pravico, pri odločanju spoštovati načeli učinkovitosti in enakovrednosti, da se ohrani polni učinek določb zadevne direktive. Sodišče je nedavno opozorilo, da ta pravila ne smejo biti manj ugodna od tistih, ki veljajo za podobne notranje položaje (načelo enakovrednosti), in v praksi ne smejo onemogočiti ali pretirano otežiti uveljavljanja pravic, ki jih daje pravni red Unije (načelo učinkovitosti)⁹.

46. Sodišče je ta načela potrdilo tudi v zvezi z manevrskim prostorom držav članic na podlagi člena 6 Direktive 2003/71 v sodbi z dne 19. decembra 2013, Hirmann¹⁰.

47. Tako lahko države članice ob upoštevanju navedenih načel izberejo nepogodbeno, pogodbeno ali kvazipogodbeno podlago za tožbo zaradi odgovornosti.

48. Čeprav je namreč Sodišče v sodbi z dne 19. decembra 2013, Hirmann¹¹, razsodilo, da civilna odgovornost izdajatelja za nepravilnost prospekta izhaja iz pogodbe o pridobitvi delnic¹², je treba opozoriti, da so se v navedeni zadevi obveznosti iz ustanovitvenega akta uveljavljale za izpodbijanje uveljavljanja odgovornosti na podlagi pogodbe o pridobitvi delnic. Sodišče je tako odločilo v prid odgovornosti, ki izhaja „iz“ zadnjenavedene pogodbe in ne iz ustanovitvenega akta, kar pa po mojem mnenje ne pomeni, da so države članice dolžne izbrati pogodbeno podlago za odgovornost zaradi nepravilnosti prospekta.

49. Podobno v zvezi z obsegom odgovornosti kot take upoštevanje prispevka oškodovanca in način pojmovanja vzročne zveze¹³ spadata v pristojnost držav članic ob upoštevanju načel prava Unije o učinkovitosti in enakovrednosti.

50. Čeprav je Sodišče v zadevi, v kateri je bila izdana sodba z dne 19. decembra 2013, Hirmann¹⁴, potrdilo, da lahko država članica civilno odgovornost izdajatelja omeji z omejitvijo zneska odškodnine glede na datum, ko je določena cena delnic zaradi odškodnine, mora država članica vseeno upoštevati načeli enakovrednosti in učinkovitosti.

51. Zato je mogoče s sklepanjem po analogiji potrditi, da lahko država članica v svoji zakonodaji določi, da je treba upoštevati dejansko poznavanje izdajatelja s strani dobro poučenega vlagatelja, če se spoštujeta načeli učinkovitosti in enakovrednosti.

52. Zato lahko države članice vzpostavijo ureditev, ki v primeru tožbe dobro poučenega vlagatelja zaradi odgovornosti za nepravilen prospekt predpisuje, da je treba upoštevati poznavanje dejanskega položaja izdajatelja s strani dobro poučenega vlagatelja onkraj nepravilnih ali nepopolnih določb prospekta, če se ta seznanjenost lahko upošteva tudi v podobnih tožbah zaradi odgovornosti in če to v praksi ne onemogoča ali čezmerno otežuje uveljavljanja tega zahtevka.

53. Nadzor nad spoštovanjem načel učinkovitosti in enakovrednosti pa se lahko opravi samo na podlagi konkretne uporabe tega upoštevanja seznanjenosti vlagatelja v danem položaju. Zato mora predložitveno sodišče, ki želi izpeljati pravne posledice iz tega, da je dobro poučeni vlagatelj, ki uveljavlja odgovornost izdajatelja zaradi nepravilnega prospekta, seznanjen z ekonomskim položajem zadnjenavedenega, pri presoji dokazov o tej seznanjenosti in njenem upoštevanju spoštovati ti načeli.

⁹ Sodba z dne 26. junija 2019, Craeynest in drugi (C-723/17, EU:C:2019:533, točka 54 in navedena sodna praksa).

¹⁰ C-174/12, EU:C:2013:856, točka 40 in navedena sodna praksa.

¹¹ C-174/12, EU:C:2013:856.

¹² Sodba z dne 19. decembra 2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, točka 29).

¹³ Doktrina je razvila tri teorije vzročnosti: teorijo bližnjega vzroka (*causa proxima*), teorijo enakosti pogojev in teorijo aдекватne vzročnosti.

¹⁴ C-174/12, EU:C:2013:856.

54. Iz navedenih preudarkov izhaja, da je treba člen 6(2) Direktive 2003/71 razlagati tako, da ne nasprotuje temu, da se v primeru tožbe dobro poučenega vlagatelja zaradi civilne odgovornosti za nepravilnost prospekta upošteva seznanjenost vlagatelja z dejanskim položajem izdajatelja onkraj nepravilnih ali nepopolnih določb prospekta, če je to seznanjenost mogoče upoštevati tudi v podobnih tožbah zaradi odgovornosti in če to upoštevanje v praksi ne onemogoča ali čezmerno otežuje uveljavljanja tega zahtevka, kar mora preveriti predložitveno sodišče.

V. Predlog

55. Na podlagi navedenih preudarkov Sodišču predlagam, naj na vprašanji za predhodno odločanje Tribunal Supremo (vrhovno sodišče, Španija) odgovori:

1. Člen 6 Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje, in o spremembi Direktive 2001/34/ES v povezavi s členom 3(2)(a) te direktive je treba razlagati tako, da lahko – kadar je javna ponudba za vpis vrednostnih papirjev naslovljena tako na male vlagatelje kot poučene vlagatelje in je izdan prospekt – dobro poučeni vlagatelji vložijo tožbo zaradi odgovornosti v zvezi s prospektom, čeprav takega dokumenta ni treba objaviti, kadar je ponudba namenjena samo tem vlagateljem.
2. Člen 6(2) Direktive 2003/71 je treba razlagati tako, da ne nasprotuje temu, da se v primeru tožbe dobro poučenega vlagatelja zaradi civilne odgovornosti za nepravilnost prospekta upošteva seznanjenost vlagatelja z dejanskim položajem izdajatelja onkraj nepravilnih ali nepopolnih določb prospekta, če je to seznanjenost mogoče upoštevati tudi v podobnih tožbah zaradi odgovornosti in če to upoštevanje v praksi ne onemogoča ali čezmerno otežuje uveljavljanja tega zahtevka, kar mora preveriti predložitveno sodišče.