



Rättsfallssamlingen

FÖRSLAG TILL AVGÖRANDE AV GENERALADVOKAT
JEAN RICHARD DE LA TOUR
föredraget den 11 februari 2021¹

Mål C-910/19

Bankia SA
mot
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

(begäran om förhandsavgörande från Tribunal Supremo (Högsta domstolen, Spanien))

”Begäran om förhandsavgörande – Direktiv 2003/71/EG – Bolag – Skyldighet att offentliggöra prospekt när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel – Kvalificerade och icke-kvalificerade investerare – Civilrättsligt ansvar gentemot kvalificerade investerare vid felaktiga eller ofullständiga prospekt”

I. Inledning

1. Begäran om förhandsavgörande avser tolkningen av artiklarna 3.2 och 6 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.²
2. Begäran har framställts i ett mål mellan Bankia SA och Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), som är ett bolag som driver försäkringsverksamhet enligt systemet för ömsesidighet. UMAS förvärvade aktier i Bankia SA med anledning av ett prospekt som innehöll allvarliga fel.
3. Detta mål ger domstolen tillfälle att tolka bestämmelserna i direktiv 2003/71, genom vilket det har införts ett prospekt som kan användas som ett europapass för samtliga de platser inom unionen där värdepapper som emitterats av en emittent noteras. Även om direktivet i stor utsträckning har harmoniserat innehållet i detta prospekt, har det emellertid gett medlemsstaterna ett handlingsutrymme dels vid valet av det system och de närmare bestämmelser enligt vilka bland annat emittenter eller erbjudare kan ådra sig civilrättsligt ansvar för innehållet i den information som anges i prospektet, dels för emittenter som, även om de i vissa fall inte är skyldiga att offentliggöra sådana prospekt, särskilt när ett teckningserbjudande endast görs till förmån för kvalificerade investerare, emellertid frivilligt kan göra detta.
4. Frågorna från Tribunal Supremo (Högsta domstolen, Spanien) avser således, för det första, huruvida ett felaktigt prospekt kan ligga till grund för en talan om civilrättsligt ansvar som väcks av en kvalificerad investerare och, för det andra, huruvida beviset för att den kvalificerade investeraren känner till emittentens faktiska situation kan utgöras av att det finns kommersiella eller juridiska förbindelser dem emellan (ingår bland dess aktieägare, i deras ledningsorgan, och så vidare).

¹ Originalspråk: franska.

² EUT L 345, 2003, s. 64.

5. Jag kommer att föreslå att domstolen ska besvara den första frågan så, att kvalificerade investerare alltid kan åberopa det faktum att innehållet i ett prospekt är felaktigt som grund för ett skadeståndsansvar och, för det andra, att, i syfte att genomföra det civilrättsliga ansvaret för bland annat emittenten eller erbjudaren, bedömningen av i vilken utsträckning kvalificerade investerare fått kännedom om emittentens eller erbjudarens ekonomiska situation omfattas av nationell rätt, under förutsättning att effektivitetsprincipen och likvärdighetsprincipen iakttas.

II. Tillämpliga bestämmelser

A. Direktiv 2003/71

6. Skälen 10, 16, 18, 19 och 27 i direktiv 2003/71 har följande lydelse:

”(10) Syftet med detta direktiv och dess genomförandeåtgärder är att garantera skydd för investerarna och marknadseffektivitet i enlighet med de stränga regleringsstandarder som antagits av internationella organisationer inom området.

...

(16) Detta direktiv syftar bland annat till att skydda investerarna. Det är därför lämpligt att beakta de olika krav som ställs för skyddet av olika kategorier av investerare med varierande fackkunskaper. Information genom prospekt krävs inte för erbjudanden som är begränsade till kvalificerade investerare. För vidareförsäljning till allmänheten eller allmän handel efter upptagande till handel på en reglerad marknad skall det dock krävas att prospekt offentliggörs.

...

(18) Att fullständig information om värdepapper och deras emittenter lämnas främjar, tillsammans med uppföranderegler, skyddet av investerarna. Denna information bidrar också till att öka förtroendet för värdepapper i allmänhet och gynnar således värdepappersmarknadernas utveckling och funktionssätt. Sådan information bör ges genom offentliggörande av prospekt.

(19) Investeringar i värdepapper innebär liksom andra investeringar en risktagning. Alla medlemsstater har infört bestämmelser vars syfte är att skydda investerare och potentiella investerare i den meningen att de får möjlighet att göra en välgrundad bedömning av dessa risker och fatta sina investeringsbeslut med full kännedom om fakta.

...

(27) Ett gott skydd för investerarna bör garanteras genom att det säkerställs att tillförlitlig information offentliggörs. Emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på reglerade marknader omfattas av ett löpande krav på offentliggörande, men det krävs inte att de regelbundet offentliggör uppdaterad information. Utöver detta krav bör emittenterna åtminstone årligen göra en sammanställning av all relevant information som offentliggjorts eller gjorts tillgänglig för allmänheten under de senaste tolv månaderna, inbegripet information som lämnats i enlighet med de olika rapporteringskrav som fastställs genom annan [union]slagstiftning. Därigenom bör det möjliggöras att konsekvent och lättförståelig information offentliggörs regelbundet. För att undvika att en alltför stor arbetsbörda läggs på vissa emittenter, bör emittenter av icke-aktierelaterade värdepapper med höga nominella minimibelopp undantas från detta krav.”

7. I artikel 2 i direktiv 2003/71 föreskrivs följande:

”1. I detta direktiv används följande beteckningar med de betydelser som här anges:

...

- d) *erbjudande av värdepapper till allmänheten*: ett meddelande till personer, oavsett form och medium, som innehåller tillräcklig information om villkoren för erbjudandet och de värdepapper som erbjuds för att en investerare skall ha förutsättningar att fatta beslut om att teckna eller förvärva dessa värdepapper. Definitionen skall också vara tillämplig på värdepappersplaceringar via finansiella mellanhänder.
- e) *kvalificerade investerare*:
- i) juridiska personer med auktorisation eller lagstadgad behörighet att verka på finansmarknaderna, bland annat kreditinstitut, värdepappersföretag, andra auktoriserade eller reglerade finansiella institut, försäkringsföretag, program för kollektiva investeringar och dessas förvaltningsbolag, pensionsfonder och dessas förvaltningsbolag, råvaruhandlare samt enheter som inte är auktoriserade eller reglerade vilkas verksamhetsföremål uteslutande gäller investeringar i värdepapper.
 - ii) nationella och delstatliga regeringar, centralbanker, internationella och överstatliga institutioner som Internationella valutafonden, Europeiska centralbanken, Europeiska investeringsbanken och andra liknande internationella organisationer.
 - iii) andra juridiska personer som inte uppfyller två av de tre kriterier som anges i punkt 1 f.
 - iv) vissa fysiska personer: under förutsättning att ömsesidigt erkännande föreligger får en medlemsstat välja att tillåta att fysiska personer som är bosatta i medlemsstaten och som uttryckligen begär det betraktas som kvalificerade investerare om dessa personer uppfyller minst två av kriterierna i punkt 2.
 - v) vissa små och medelstora företag: under förutsättning att ömsesidigt erkännande föreligger får en medlemsstat välja att tillåta att små och medelstora företag som har sitt säte i medlemsstaten och som uttryckligen begär det betraktas som kvalificerade investerare.
- f) *små och medelstora företag*: företag som enligt sin senaste årsredovisning eller koncernredovisning uppfyller minst två av följande tre kriterier: ett genomsnittligt antal anställda under räkenskapsåret på under 250, en balansslutning som inte överstiger 43 000 000 euro och en årlig nettoomsättning som inte överstiger 50 000 000 euro.
- g) *kreditinstitut*: ett företag enligt definitionen i artikel 1.1 a i Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG av den 20 mars 2000 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut³].
- h) *emittent*: en juridisk person som emitterar eller föreslår emission av värdepapper.
- i) *person som erbjuder värdepapper (eller erbjudare)*: en juridisk eller fysisk person som erbjuder värdepapper till allmänheten.

...

3 EGT L 126, 2000, s. 1.

2. Vid tillämpningen av punkt 1 e iv ska följande kriterier tillämpas:

- a) Investeraren har genomfört transaktioner av betydande storlek på värdepappersmarknaderna i genomsnitt minst tio gånger per kvartal under de senaste fyra kvartalen.
- b) Värdet av investerarens värdepappersportfölj överstiger 0,5 miljoner euro.
- c) Investeraren är verksam sedan minst ett år, eller har varit verksam under minst ett år, inom finanssektorn på en yrkesmässig position som kräver kunskaper om investeringar i värdepapper.

...”

8. I artikel 3 i direktiv 2003/71 föreskrivs följande:

”1. Medlemsstaterna skall inte tillåta erbjudande av värdepapper till allmänheten inom deras territorier utan att ett prospekt dessförinnan har offentliggjorts.

2. Skyldigheten att offentliggöra prospekt skall inte gälla följande slag av erbjudanden:

- a) erbjudanden av värdepapper som endast riktas till kvalificerade investerare ...

...

3. Medlemsstaterna skall se till att det krävs att ett prospekt offentliggörs vid varje upptagande av värdepapper till handel på en reglerad marknad som är belägen eller verksam inom deras territorier.”

9. I artikel 4 i direktivet föreskrivs undantag från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt för vissa slag av värdepapper.

10. Artikel 5 i direktivet har följande lydelse:

”1. Utan att det påverkar tillämpningen av artikel 8.2, skall prospektet innehålla all den information som, med hänsyn till emittentens natur och arten av de värdepapper som erbjuds allmänheten eller upptas till handel på en reglerad marknad, är nödvändig för att investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens och eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, vinster och förluster och framtidsutsikter samt av de rättigheter som är förenade med värdepapperen. Denna information skall presenteras i en form som gör den lätt att förstå och analysera.

2. Prospektet skall innehålla information om emittenten och om de värdepapper som skall erbjudas allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Det skall även innehålla en sammanfattning. Sammanfattningen skall, på det språk på vilket prospektet ursprungligen upprättades, vara kortfattad och skriven med ett icke-tekniskt språk, och den skall förmedla väsentliga karakteristika och risker förenade med emittenten, eventuell garant och värdepapperen. Sammanfattningen skall också innehålla en varning om

- a) att sammanfattningen skall ses som en introduktion till prospektet, och
- b) att varje beslut om att investera i värdepapperen skall baseras på en bedömning av prospektet i dess helhet från investerarens sida, och
- c) att om yrkande hänförligt till uppgifterna i ett prospekt anförs vid domstol, den investerare som är kärande i enlighet med medlemsstaternas nationella lagstiftning kan bli tvungen att svara för kostnaderna för översättning av prospektet innan de rättsliga förfarandena inleds, och

d) att civilrättsligt ansvar kan åläggas de personer som lagt fram sammanfattningen, inbegripet en översättning av denna, och begärt att den skall bli anmäld, men enbart om sammanfattningen är vilseledande, felaktig eller oförenlig med de andra delarna av prospektet.

...”

11. I artikel 6 i direktiv 2003/71 föreskrivs följande:

”1. Medlemsstaterna skall säkerställa att ansvaret för den information som ges i ett prospekt åtminstone åvilar emittenten eller dess förvaltnings-, lednings- eller kontrollorgan, erbjudaren, den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller garanten, beroende på omständigheterna. De personer som är ansvariga skall klart anges i prospektet med uppgift om namn och befattning eller, beträffande juridiska personer, namn och säte, tillsammans med förklaringar avgivna av dem om att enligt deras kännedom överensstämmer den information som ges i prospektet med sakförhållandena och att någon uppgift som skulle kunna påverka dess innebörd inte har utelämnats.

2. Medlemsstaterna skall säkerställa att deras lagar och andra författningar om civilrättsligt ansvar är tillämpliga på de personer som är ansvariga för den information som ges i prospekt.

...”

B. Spansk rätt

12. I artikel 28 i ley 24/1988 del Mercado de Valores (lag 24/1988 om finansmarknaden) av den 28 juli 1988,⁴ i den lydelse som är tillämplig i det nationella målet, föreskrivs följande:

”1. Ansvar för den information som ges i ett prospekt ska åtminstone åvila emittenten, erbjudaren eller den person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad eller förvaltnings-, lednings- eller kontrollorganen för de förstnämnda, i enlighet med lagstadgade villkor.

Vidare ska det ansvar som anges i föregående stycke åvila garanten av värdepapperen avseende de uppgifter som denne ska ta fram. Huvudarrangören ska även vara ansvarig för det kontrollarbete som den utför enligt de villkor som föreskrivs i lag.

Ansvar ska också, enligt de villkor som fastställs i lag, åvila alla andra personer som accepterar att ansvara för prospektet, under förutsättning att detta anges i dessa dokument, och alla andra som inte omfattas av ovanstående och som har godkänt innehållet i prospektet.

2. De personer som ansvarar för den information som finns i prospektet ska vara tydligt angivna i prospektet med namn och befattning eller, om det rör sig om juridiska personer, med namn och säte. Vidare är de skyldiga att uppge att uppgifterna i prospektet enligt dem överensstämmer med verkligheten och att ingen omständighet som skulle kunna påverka dess innebörd har utelämnats.

3. Alla personer som anges i föregående punkter ska, i enlighet med lagstadgade villkor, från fall till fall ansvara för alla skador som kan orsakas innehavarna av värdepapper som förvärvats till följd av felaktig information eller utelämnande av relevanta upplysningar i prospektet eller det dokument som garanten ska upprätta.

Rätten att väcka skadeståndstalan preskriberas tre år efter att klaganden hade kunnat få kännedom om felet eller utelämnandet av upplysningar i prospektets innehåll.

⁴ BOE nr 181 av den 29 juli 1988, s. 23405.

4. Inget ansvar ska kunna åläggas de i punkterna ovan nämnda personerna enbart på grund av sammanfattningen, inklusive översättningen därav, om den inte är vilseledande, felaktig eller oförenlig med de andra delarna av prospektet eller om den inte, tillsammans med andra delar av prospektet, ger nyckelinformation för att hjälpa investerare när de överväger att investera i värdepapperen.”

III. Målet vid den nationella domstolen och tolkningsfrågorna

13. Bankia utfärdade år 2011 ett erbjudande till allmänheten om teckning av nya aktier inför dess börsintroduktion. Erbjudandet var uppdelat i två delar, en del för icke-professionella investerare, anställda och styrelseledamöter samt en del för kvalificerade investerare, eller ”institutionella investerare”.

14. Från och med den 29 juni 2011, då prospektet registrerades hos Comisión Nacional del Mercado de Valores (den spanska motsvarigheten till finansinspektionen), erbjöds investerarna de två delarna. Från och med då och till och med den 18 juli 2011, ägde den så kallade ”prospekteringsperioden” rum, under vilken potentiella kvalificerade investerare kunde anmäla intresse för att teckna aktier.

15. Den 18 juli 2011 fastställdes aktiekursen till 3,75 euro för båda delarna av erbjudandet till allmänheten.

16. Bankia kontaktade, inom ramen för erbjudandet, UMAS, ett bolag som driver försäkringsverksamhet enligt systemet för ömsesidighet. UMAS anses således som kvalificerad investerare. Den 5 juli 2011 tecknade UMAS ett köp av 160 000 aktier, för 3,75 euro per aktie, vilket medförde en betalning på totalt 600 000 euro.

17. Till följd av en ändring i det emitterande bolaget Bankias årsbokslut förlorade aktierna nästan hela sitt värde på andrahandsmarknaden och noteringen av dem upphörde.

18. I tidigare mål med anledning av talan av icke-professionella investerare har Tribunal Supremo (Högsta domstolen) slagit fast att det prospekt som Bankia hade utfärdat innehöll allvarliga fel beträffande det emitterande bolagets faktiska ekonomiska situation.

19. UMAS väckte talan mot Bankia, och yrkade i första hand ogiltigförklaring för fel avseende samtycke till aktieköpet. UMAS yrkade i andra hand att Bankia skulle hållas ansvarigt för brist på sanningsenlighet i prospektet. Domstolen i första instans förklarade aktieförvärvet ogiltigt på grund av fel avseende samtycket och förordnade om återbetalning av aktierna.

20. Bankia överklagade denna dom till Audiencia Provincial (Provinsdomstolen, Spanien). Audiencia Provincial upphävde domen om ogiltigförklaring, men biföll den skadeståndstalan som väckts mot Bankia på grund av det felaktiga prospektet.

21. Bankia överklagade denna dom till den hänskjutande domstolen. Den hänskjutande domstolen har funnit att det varken i direktiv 2003/71 eller i den spanska lagstiftningen uttryckligen anges huruvida i sådana fall där ett blandat erbjudande till allmänheten att teckna värdepapper, det vill säga ett erbjudande som riktar sig både till icke-professionella och till kvalificerade investerare, även de sistnämnda får hålla emittenten ansvarig för det felaktiga prospektet. Den hänskjutande domstolen har i detta avseende understrukit att artikel 3.2 i detta direktiv utesluter utfärdandet av ett prospekt vid erbjudanden som enbart riktar sig till kvalificerade investerare, som själva besitter den kapacitet och de informationskanaler som gör det möjligt för dem att fatta beslut om att genomföra investeringen. Enligt skäl 27 i direktivet bör skydd för investerare emellertid garanteras genom att det säkerställs att tillförlitlig information offentliggörs, utan att det görs någon åtskillnad mellan olika kategorier av investerare.

22. Mot denna bakgrund beslutade Tribunal Supremo (Högsta domstolen) att vilandeförklara målet och ställa följande frågor till domstolen avseende tolkningen av artiklarna 3.2 och 6 i direktiv 2003/71:

- ”1) När ett erbjudande till allmänheten att teckna aktier riktar sig till både icke-professionella investerare och kvalificerade investerare och ett prospekt har utfärdats för de icke-professionella investerarna, omfattar då rätten att åberopa skadeståndsansvar beträffande prospektet båda typerna av investerare eller enbart de icke-professionella?
- 2) För det fall svaret på den första frågan är att även kvalificerade investerare omfattas, kan en bedömning göras av i vilken utsträckning dessa fått kännedom om det emitterande bolagets ekonomiska situation på annat sätt än genom prospektet, på grundval av deras juridiska och kommersiella relationer med det emitterande bolaget (ingår bland dess aktieägare, i deras styrelse, och så vidare)?”

23. Bankia, UMAS, den spanska och den tjeckiska regeringen samt Europeiska kommissionen har inkommit med skriftliga yttranden.

IV. Bedömning

24. Den hänskjutande domstolen har ställt den första frågan för att få klarhet i huruvida artikel 6 i direktiv 2003/71, jämförd med artikel 3.2 a i samma direktiv, ska tolkas så, att kvalificerade investerare, när ett erbjudande till allmänheten att teckna värdepapper riktar sig till både icke-professionella investerare och kvalificerade investerare och ett prospekt har utfärdats, har rätt att åberopa skadeståndsansvar beträffande prospektet, trots att det inte är nödvändigt att offentliggöra något sådant dokument när ett erbjudande endast riktas till dessa investerare. Den hänskjutande domstolen har ställt den andra frågan för att få klarhet i huruvida artikel 6 i direktivet, för det fall att den första frågan besvaras jakande, ska tolkas så, att det, när en kvalificerad investerare åberopar skadeståndsansvar, är möjligt att vid bedömningen av huruvida det emitterande bolaget kan hållas ansvarigt beakta det faktum att investeraren har kunnat få kännedom om det emitterande bolagets ekonomiska situation på annat sätt än genom prospektet.

25. För att besvara den hänskjutande domstolens frågor ska det, när det rör sig om felaktiga prospekt som utfärdats i samband med ett blandat erbjudande, det vill säga ett erbjudande som består av två delar, det ena som riktar sig till kvalificerade investerare och det andra till icke-professionella investerare, först prövas huruvida det föreligger en princip om civilrättsligt ansvar gentemot kvalificerade investerare och, i förekommande fall, villkoren för att genomföra detta ansvar.

26. Det ska emellertid inledningsvis preciseras att den invändning om rättegångshinder som UMAS har framställt ska ogillas enligt domstolens praxis.⁵

27. I förevarande fall har den hänskjutande domstolen nämligen i tillräcklig utsträckning redogjort för sambandet mellan saken i målet och den begärda tolkningen av unionsrätten samt för de faktiska och rättsliga omständigheter som är nödvändiga för att kunna ge ett användbart svar på de frågor som ställts.

⁵ Se, bland annat, dom av den 24 november 2020, *Openbaar Ministerie (Faux en écritures)* (C-510/19, EU:C:2020:953, punkterna 25–27 och där angiven rättspraxis).

A. Kan ett felaktigt prospekt ligga till grund för en talan om civilrättsligt ansvar som en kvalificerad investerare väcker mot emittenten av värdepapperen?

28. Denna fråga uppkommer i situationen i det nationella målet, det vill säga avseende ett blandat erbjudande som kan lämnas inom ramen för ett erbjudande till allmänheten (artikel 3.1 i direktiv 2003/71) eller vid emission av värdepapper avsedda för börsnotering på en reglerad marknad, eftersom det i ett sådant fall är obligatoriskt att offentliggöra prospekt och både kvalificerade och icke-professionella investerare kan förvärva sådana värdepapper (artikel 3.3 i direktivet).

29. I artikel 6 i detta direktiv uppställs principen om ansvar vid utfärdande av felaktiga eller ofullständiga prospekt. Enligt denna princip ska medlemsstaterna säkerställa såväl att de personer som är ansvariga för innehållet anges i prospektet med uppgift om namn (punkt 1) som att det finns ett system för civilrättsligt ansvar gentemot dem (punkt 2).

30. I artikel 6 i direktiv 2003/71 föreskrivs emellertid inte något undantag från denna princip om ansvar som grundar sig på det blandade erbjudandets art, oavsett om det endast riktar sig till allmänheten eller är avsett för börsnotering på en reglerad marknad, trots att det i andra bestämmelser i direktivet föreskrivs undantag från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt, antingen i förhållande till de personer som erbjudandet riktar sig till, eller beloppet för de värdepapper som emitterats eller det samlade erbjudande som utfärdats (artikel 3.2) eller till arten av de värdepapper som emitterats (artikel 4). Dessa undantag från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt hindrar emellertid inte att ett prospekt frivilligt offentliggörs av en emittent som då kommer att vara berättigad till "europapasset" om emitteringen sker på en reglerad marknad.⁶

31. Den hänskjutande domstolen undrar, med anledning av undantaget från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt i artikel 3.2 a i direktiv 2003/71, när erbjudandet är förbehållet kvalificerade investerare, huruvida investerarna har rätt att åberopa skadeståndsansvar på grund av att prospektet är felaktigt. Den hänskjutande domstolen tycks därvid grunda sig på antagandet att prospektet endast är avsett att skydda och informera icke-kvalificerade investerare, varför kvalificerade investerare inte kan göra gällande att prospektet är felaktigt för att åberopa skadeståndsansvar.

32. De ovannämnda undantagen ger emellertid vid en samlad bedömning upphov till situationer där antingen icke-kvalificerade investerare inte blir berättigade till prospekt,⁷ eller kvalificerade investerare blir berättigade till prospekt, trots att de, om erbjudandet endast hade riktats till dem utanför reglerade marknader, inte hade varit berättigade till prospekt. Förutom blandade erbjudanden utanför reglerade marknader som regleras i artikel 3.1 i direktiv 2003/71, blir kvalificerade investerare nämligen berättigade till prospekt vid upptagande på en reglerad marknad enligt punkt 3 i samma artikel, med förbehåll för de värdepapper som anges i artikel 4.2 i direktivet. Undantagen är även tillämpliga på icke-kvalificerade investerare. På samma sätt kan kvalificerade investerare dra nytta av att ett prospekt offentliggörs frivilligt av emittenten.

33. Såväl en bokstavlig som en systematisk tolkning av direktiv 2003/71 tyder på att prospekt inte utfärdas endast i syfte att skydda investerare som inte är kvalificerade.

⁶ Se skäl 17 i direktiv 2003/71.

⁷ Se artikel 3.2 b-e i direktiv 2003/71.

34. Den teleologiska tolkningen av direktivet ligger dessutom i samma linje. Det främsta målet med direktivet är nämligen att säkerställa en inre marknad för värdepapper (skäl 45) genom utvecklingen av tillträdet till finansmarknaderna (skäl 18), bland annat för små och medelstora företag (skäl 4):

- För det första, genom att förenkla emittenternas administrativa arbetsuppgifter genom att införa ett europapass (skäl 1) och genom att sänka kostnaderna tack vare möjligheten att i prospektet redovisa information i form av hänvisningar till befintliga uppgifter som redan har godkänts (skäl 29), och
- för det andra, genom att underlätta gränsöverskridande erbjudanden, bland annat genom att undvika merkostnader för översättningar till alla officiella språk (skäl 35).

35. Ett av de övriga målen med direktiv 2003/71, som anges i skäl 16 i direktivet, är att ”skydda investerarna” samtidigt som det görs åtskillnad mellan ”de olika krav som ställs för skyddet av olika kategorier av investerare med varierande fackkunskaper”. Skyddet innebär att fullständig (skälen 18 och 20), tillförlitlig (skäl 27) och lättillgänglig information (skäl 21) offentliggörs, så att investerarna får möjlighet ”att göra en välgrundad bedömning av dessa risker och fatta sina investeringsbeslut med full kännedom om fakta” (skäl 19 i direktivet).

36. Direktivet förenar således båda målen. Domstolen har redan haft tillfälle att göra en sådan bedömning och slå fast att prospekt inte krävdes vid exekutiva försäljningar av värdepapper.⁸

37. Följaktligen ska artikel 6 i direktiv 2003/71, jämförd med artikel 3.2 a i samma direktiv, tolkas med iakttagande av den eftersträvade jämvikten mellan de två ovannämnda målen.

38. Jag anser därför att det är uppenbart att den omständigheten att det i artiklarna 3 och 4 i direktivet föreskrivs många undantag från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt, trots att det i artikel 6 i direktivet föreskrivs utan några undantag en princip om civilrättsligt ansvar för felaktiga prospekt, ska tolkas så, att när ett prospekt finns, ska ett civilrättsligt ansvar kunna åberopas på grund av att prospektet är felaktigt, och detta oberoende av vilken kategori den investerare som anser sig ha lidit skada hör till.

39. Om det dessutom godtas att varje medlemsstat själv kan fastställa huruvida kvalificerade investerare får väcka skadeståndstalan vid felaktiga prospekt, kan detta innebära att det skapas snedvridningar mellan medlemsstaterna, vilket på ett oproportionerligt sätt kan motverka målet med att säkerställa en inre marknad för värdepapper. Detta mål gör det nödvändigt att göra en enhetlig tolkning av tillämpningsområdet för artikel 6 i direktiv 2003/71 avseende de personer som kan väcka talan mot erbjudandets emittent.

40. Om ett felaktigt prospekt frivilligt offentliggörs måste en sådan investerare, när ett erbjudande endast riktas till kvalificerade investerare, på samma sätt kunna väcka talan om civilrättsligt ansvar gentemot emittenten med stöd av artikel 6 i direktivet.

41. Av det ovan anförda följer att artikel 6 i direktiv 2003/71, jämförd med artikel 3.2 a i samma direktiv, ska tolkas så, att kvalificerade investerare, när ett erbjudande till allmänheten att teckna värdepapper riktar sig till både icke-professionella investerare och kvalificerade investerare och ett prospekt har utfärdats, har rätt att åberopa skadeståndsansvar beträffande prospektet, trots att det inte är nödvändigt att utfärda något sådant dokument när erbjudandet endast riktas till dessa investerare.

⁸ Se dom av den 17 september 2014, Almer Beheer och Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, punkterna 31–33 och domslutet).

B. Kan det bevisas att den kvalificerade investeraren känner till emittentens faktiska situation med anledning av att det finns kommersiella eller rättsliga förbindelser dem emellan (ingår bland dess aktieägare, i deras ledningsorgan, och så vidare)?

42. Den hänskjutande domstolen har ställt den andra tolkningsfrågan för att särskilt få klarhet i vilket utrymme för skönsmässig bedömning som medlemsstaterna har enligt artikel 6 i direktiv 2003/71.

43. I artikel 6 uppställs två principer.

- För det första ska medlemsstaterna säkerställa att det finns åtminstone en person som är ansvarig för informationen i prospektet, som anges i prospektet och som förklarar att ”den information som ges i prospektet [överensstämmer] med sakförhållandena och att någon uppgift som skulle kunna påverka dess innebörd inte har utelämnats” (punkt 1).
- För det andra ska medlemsstaterna säkerställa att deras lagar och andra författningar om civilrättsligt ansvar är tillämpliga på de personer som är ansvariga för den information som ges i prospekt (punkt 2 första stycket).

44. Eftersom artikel 6 i direktiv 2003/71 inte innehåller några närmare uppgifter om hur skadeståndsansvar ska genomföras, ankommer det på medlemsstaterna att i enlighet med nationell rätt fastställa detta.

45. I likhet med de fall där medlemsstaterna har ett utrymme för skönsmässig bedömning, måste deras val iakttas principerna om effektivitet och likvärdighet för att bevara den ändamålsenliga verkan av bestämmelserna i det aktuella direktivet. Domstolen har nyligen erinrat om att de föreskrivna reglerna varken får vara mindre förmånliga än dem som avser liknande situationer av inhemsk karaktär (likvärdighetsprincipen) eller medföra att det i praktiken blir omöjligt eller orimligt svårt att utöva rättigheter som följer av unionsrätten (effektivitetsprincipen).⁹

46. Domstolen har även bekräftat dessa principer i fråga om det handlingsutrymme som medlemsstaterna har enligt artikel 6 i direktiv 2003/71 i domen av den 19 december 2013, Hirmann.¹⁰

47. Med iakttagande av dessa principer kan medlemsstaterna således välja en ansvarsgrund av utomobligatorisk eller avtalsliknande art, eller som följer av avtal.

48. Även om domstolen i domen av den 19 december 2013, Hirmann,¹¹ slog fast att en emittents civilrättsliga ansvar för oegentligheter i prospektet grundade sig på avtalet om förvärv av aktier,¹² ska det påpekas att det rörde sig om ett mål i vilket skyldigheterna enligt bolagsavtalet hade åberopats för att motsätta sig ett ansvar som grundade sig på avtalet om förvärv av aktier. Domstolen har således dömt till förmån för ett ansvar ”som grundar sig” på det sistnämnda avtalet och inte på bolagsavtalet, utan att detta enligt min mening innebär en skyldighet för medlemsstaterna att välja en avtalsrättslig grund vad gäller ansvar på grund av att ett prospekt är felaktigt.

49. På samma sätt, när det gäller omfattningen av själva skadeståndsansvaret, ankommer det på medlemsstaterna att, med iakttagande av de unionsrättsliga principerna om effektivitet och likvärdighet, beakta huruvida en skadelidande har medverkat till att skadan uppkommit och välja hur orsakssambandet ska bedömas.¹³

⁹ Dom av den 26 juni 2019, Craeynest m.fl. (C-723/17, EU:C:2019:533, punkt 54 och där angiven rättspraxis).

¹⁰ C-174/12, EU:C:2013:856, punkt 40 och där angiven rättspraxis.

¹¹ C-174/12, EU:C:2013:856.

¹² Dom av den 19 december 2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, punkt 29).

¹³ Doktrinen har utvecklat tre teorier om orsakssamband, nämligen teorin om direkt orsakssamband, betingelse teorin och adekvante teorin.

50. Domstolen har visserligen medgett att en medlemsstat får begränsa emittentens civilrättsliga ansvar i det mål som avgjordes genom domen av den 19 december 2013, *Hirmann*,¹⁴ genom att begränsa ersättningsbeloppet utifrån den dag då priset för aktierna fastställs för ersättningen, men att medlemsstaten samtidigt måste iaktta likvärdighets- och effektivitetsprinciperna.

51. Med ett analogt resonemang är det således möjligt att medge att en medlemsstat i sin lagstiftning kan föreskriva att hänsyn ska tas till den kvalificerade investerarens kännedom om emittentens faktiska situation, under förutsättning att effektivitetsprincipen och likvärdighetsprincipen iakttas.

52. Medlemsstaterna får följaktligen införa en lagstiftning enligt vilken hänsyn, i sådana fall där en kvalificerad investerare åberopar skadeståndsansvar på grund av ett felaktigt prospekt, ska tas till att den kvalificerade investeraren, utöver felaktiga eller ofullständiga bestämmelser i prospektet, fått kännedom om emittentens faktiska situation, om sådan kännedom även kan beaktas vid liknande skadeståndsansvar och det i praktiken inte medför att det blir omöjligt eller orimligt svårt att åberopa sådant skadeståndsansvar.

53. Prövningen av huruvida effektivitetsprincipen och likvärdighetsprincipen iakttas kan emellertid endast göras vid en konkret tillämpning i en situation där investerarens kännedom beaktas. Det ankommer således på den hänskjutande domstolen, som önskar dra rättsliga slutsatser av att en kvalificerad investerare som väcker skadeståndstalan mot en emittent på grund av ett felaktigt prospekt har kännedom om emittentens ekonomiska situation, att iaktta dessa principer när den värderar bevisningen för denna kännedom och beaktar den.

54. Av det ovan anförda följer att artikel 6.2 i direktiv 2003/71 ska tolkas så, att den inte utgör hinder för att hänsyn, i sådana fall där en kvalificerad investerare åberopar skadeståndsansvar på grund av ett felaktigt prospekt, ska tas till att den kvalificerade investeraren, utöver felaktiga eller ofullständiga bestämmelser i prospektet, fått kännedom om emittentens faktiska situation, om sådan kännedom även kan beaktas vid liknande skadeståndsansvar och det i praktiken inte medför att det blir omöjligt eller orimligt svårt att åberopa sådant skadeståndsansvar, vilket det ankommer på den hänskjutande domstolen att pröva.

V. Förslag till avgörande

55. Mot bakgrund av det ovan anförda föreslår jag att domstolen besvarar de tolkningsfrågor som ställts av Tribunal Supremo (Högsta domstolen, Spanien) på följande sätt:

- 1) Artikel 6 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG, jämförd med artikel 3.2 a i samma direktiv, ska tolkas så, att kvalificerade investerare, när ett erbjudande till allmänheten att teckna värdepapper riktar sig till både icke-professionella investerare och kvalificerade investerare och ett prospekt har utfärdats, har rätt att åberopa skadeståndsansvar beträffande prospektet, trots att det inte är nödvändigt att utfärda något sådant dokument när ett erbjudande endast riktar till dessa investerare.
- 2) Artikel 6.2 i direktiv 2003/71 ska tolkas så, att den inte utgör hinder för att hänsyn, i sådana fall där en kvalificerad investerare åberopar skadeståndsansvar på grund av ett felaktigt prospekt, ska tas till att den kvalificerade investeraren, utöver felaktiga eller ofullständiga bestämmelser i prospektet, fått kännedom om emittentens faktiska situation, om sådan kännedom även kan beaktas vid liknande skadeståndsansvar och det i praktiken inte medför att det blir omöjligt eller orimligt svårt att åberopa sådant skadeståndsansvar, vilket det ankommer på den hänskjutande domstolen att pröva.

¹⁴ C-174/12, EU:C:2013:856.