

CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE
JEAN RICHARD DE LA TOUR
presentate l'11 febbraio 2021 ([1](#))

Causa C-910/19

Bankia SA
contro
Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)

[domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Tribunal Supremo (Corte suprema, Spagna)]

«Rinvio pregiudiziale – Direttiva 2003/71/CE – Società – Obbligo di pubblicare un prospetto in caso di offerta pubblica o ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari – Investitori qualificati e non qualificati – Responsabilità civile nei confronti degli investitori qualificati in caso di prospetto inesatto o incompleto»

I. Introduzione

1. La domanda di pronuncia pregiudiziale verte sull'interpretazione dell'articolo 3, paragrafo 2, e dell'articolo 6 della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE ([2](#)).

2. Tale domanda è stata presentata nel quadro di una controversia che contrappone la Bankia SA all'Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), società di mutua assicurazione, che aveva acquistato azioni della prima in presenza di un prospetto contenente gravi inesattezze.

3. La presente causa offre alla Corte l'occasione di interpretare le disposizioni della direttiva 2003/71 che ha introdotto un prospetto utilizzabile su tutti i mercati nel territorio dell'Unione come passaporto unico dei titoli emessi da un emittente. Tale direttiva, pur avendo ampiamente armonizzato il contenuto di detto prospetto, ha tuttavia lasciato margini di discrezionalità, da un lato, agli Stati membri nella scelta del sistema e delle modalità con cui può essere azionata la responsabilità civile, segnatamente degli emittenti o degli offerenti quanto al contenuto delle informazioni indicate nel prospetto, e, dall'altro, agli emittenti che, benché non tenuti, in taluni casi, a pubblicare un siffatto prospetto, in particolare quando l'offerta di sottoscrizione si rivolge unicamente a investitori qualificati, possono comunque farlo di propria volontà.

4. Le questioni sollevate dal Tribunal Supremo (Corte suprema, Spagna) sono così dirette, in primo luogo, a stabilire se un prospetto inesatto possa fungere da fondamento per un'azione di responsabilità civile avviata da un investitore qualificato e, in secondo luogo, se la prova della conoscenza della reale situazione dell'emittente da parte dell'investitore qualificato possa essere ricavata dall'esistenza di rapporti commerciali o giuridici tra di essi (partecipazione all'azionariato, agli organi direttivi, ecc.).

5. Proporrò alla Corte di rispondere, alla prima questione, nel senso che un prospetto dal contenuto inesatto può sempre servire da fondamento per un'azione di responsabilità civile avviata da un investitore qualificato e, alla seconda, nel senso che la valutazione, ai fini dell'invocazione della responsabilità civile, segnatamente, dell'emittente o dell'offerente, del livello di conoscenza della situazione economica di questi ultimi da parte degli investitori qualificati ricade nel diritto nazionale a condizione che siano rispettati il principio di effettività e di equivalenza.

II. Contesto normativo

A. *Direttiva 2003/71*

6. I considerando 10, 16, 18, 19 e 27 della direttiva 2003/71 enunciano quanto segue:

«(10) La presente direttiva e le relative misure di esecuzione devono mirare a garantire la tutela degli investitori e l'efficienza dei mercati, conformemente ai più elevati standard regolamentari adottati nelle pertinenti sedi internazionali.

(...)

(16) Uno degli obiettivi della presente direttiva è tutelare gli investitori. È perciò opportuno tener conto delle diverse esigenze di tutela delle varie categorie di investitori e del loro livello di competenza tecnica. L'obbligo di pubblicazione del prospetto per le offerte limitate a investitori qualificati non è quindi richiesto. Diversamente la rivendita al pubblico o la negoziazione pubblica mediante l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato richiedono la pubblicazione di un prospetto.

(...)

(18) La divulgazione di informazioni complete relative agli strumenti finanziari e agli emittenti di detti valori promuove, insieme alle regole di comportamento, la tutela degli investitori. Inoltre, tali informazioni costituiscono uno strumento efficace per incrementare la fiducia negli strumenti finanziari e contribuire quindi al corretto funzionamento e sviluppo dei mercati degli strumenti finanziari. Il modo appropriato di mettere a disposizione del pubblico le informazioni in questione è la pubblicazione di un prospetto.

(19) L'investimento in strumenti finanziari, come qualsiasi altra forma di investimento, comporta dei rischi. Sono quindi necessarie, in tutti gli Stati membri, garanzie a tutela degli interessi degli investitori - attuali e potenziali - per metterli in grado di valutare in modo fondato tali rischi e prendere pertanto le loro decisioni di investimento con piena cognizione di causa.

(...)

(27) La tutela degli investitori andrebbe assicurata mediante l'obbligo di pubblicazione di informazioni affidabili. Gli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato sono soggetti[i] all'obbligo di divulgare informazioni continue, ma non devono pubblicare regolarmente informazioni aggiornate. Conformemente a tale obbligo, è opportuno che gli emittenti elenchino almeno ogni anno tutte le rilevanti informazioni pubblicate o messe a disposizione del pubblico negli ultimi dodici mesi, comprese le informazioni prescritte dai vari obblighi di informativa stabiliti dall'altra normativa [dell'Unione]. Si assicurerebbe in questo modo la pubblicazione regolare di informazioni coerenti e facilmente comprensibili. Per evitare oneri eccessivi per taluni emittenti, occorrerebbe esentare da tale obbligo gli emittenti di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale di valore nominale minimo elevato».

7. L'articolo 2 della direttiva 2003/71 così dispone:

«1. Ai fini della presente direttiva valgono le seguenti definizioni:

(...)

d) “offerta al pubblico di strumenti finanziari”: una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e degli strumenti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali strumenti finanziari. Questa definizione si applica anche al collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari;

e) “investitori qualificati”:

- i) persone giuridiche che sono autorizzate o regolamentate ad operare sui mercati finanziari, compresi enti creditizi, imprese di investimento, altri enti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e loro società di gestione, fondi pensione e loro società di gestione, operatori in merci come pure le entità non autorizzate né regolamentate aventi come esclusivo scopo sociale l'investimento in strumenti finanziari;
 - ii) le amministrazioni nazionali e regionali, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sopranazionali quali il Fondo monetario internazionale, la Banca centrale europea, la Banca europea per gli investimenti e altre organizzazioni internazionali simili;
 - iii) altre persone giuridiche che non soddisfano due dei tre criteri di cui alla lettera f);
 - iv) determinate persone fisiche: purché vi sia reciproco riconoscimento, uno Stato membro può scegliere di autorizzare persone fisiche residenti nello Stato membro e che chiedono espressamente di essere considerate investitori qualificati se dette persone soddisfano almeno due dei criteri di cui al paragrafo 2;
 - v) determinate PMI: purché vi sia un reciproco riconoscimento, uno Stato membro può scegliere di autorizzare le PMI che hanno la loro sede legale in detto Stato membro e che chiedono espressamente di essere considerate investitori qualificati;
- f) “piccole e medie imprese”: società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfano almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell’esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 di EUR e fatturato annuo netto non superiore a 50 000 000 di EUR;
- g) “ente creditizio”: un’impresa quale definita nell’articolo 1, paragrafo 1, lettera a), della direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 marzo 2000, relativa all’accesso all’attività degli enti creditizi ed al suo esercizio [(3)];
- h) “emittente”: una persona giuridica che emetta o si proponga di emettere strumenti finanziari;
- i) “persona che effettua un’offerta” (o “offerente”): qualsiasi persona giuridica o fisica che offra al pubblico strumenti finanziari;

(...)

2. Ai fini del paragrafo 1, lettera e), punto iv), i criteri sono i seguenti:

- a) l’investitore ha effettuato operazioni di dimensioni significative sui mercati mobiliari con una frequenza media di almeno dieci operazioni al trimestre negli ultimi quattro trimestri;
- b) le dimensioni del portafoglio di strumenti finanziari dell’investitore è superiore a 500 000 EUR;
- c) l’investitore lavora o ha lavorato per almeno un anno nel settore finanziario esercitando funzioni che richiedono una conoscenza degli investimenti in strumenti finanziari.

(...))».

8. L’articolo 3 della direttiva 2003/71 così recita:

«1. Gli Stati membri non consentono che offerte di strumenti finanziari siano rivolte al pubblico nel loro territorio senza la previa pubblicazione di un prospetto.

2. L’obbligo di pubblicare un prospetto non si applica ai seguenti tipi di offerta:

- a) un’offerta di strumenti finanziari rivolta unicamente a investitori qualificati (...)

(...)

3. Gli Stati membri assicurano che l’ammissione di strumenti finanziari alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante nel loro territorio sia subordinata alla pubblicazione di un prospetto».

9. L'articolo 4 di tale direttiva prevede esenzioni dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto per determinate categorie di strumenti finanziari.

10. Ai sensi dell'articolo 5 della suddetta direttiva:

«1. Fatto salvo l'articolo 8, paragrafo 2, il prospetto contiene tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, sono necessarie affinché gli investitori possano valutare con cognizione di causa la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, come pure i diritti connessi agli strumenti finanziari stessi. Le informazioni sono presentate in una forma facilmente analizzabile e comprensibile.

2. Il prospetto contiene informazioni concernenti l'emittente e gli strumenti finanziari da offrire al pubblico o destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Esso contiene anche una nota di sintesi. La nota di sintesi è redatta in linguaggio non tecnico e riporta brevemente i rischi e le caratteristiche essenziali connessi all'emittente, agli eventuali garanti e agli strumenti finanziari, nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto. Essa contiene inoltre un'avvertenza secondo cui:

- a) va letta come un'introduzione al prospetto e
- b) qualsiasi decisione di investire negli strumenti finanziari dovrebbe basarsi sull'esame da parte dell'investitore del prospetto completo e
- c) qualora sia proposto un ricorso dinanzi all'autorità giudiziaria in merito alle informazioni contenute nel prospetto, l'investitore ricorrente potrebbe essere tenuto, a norma del diritto nazionale degli Stati membri, a sostenere le spese di traduzione del prospetto prima dell'inizio del procedimento e
- d) la responsabilità civile incombe alle persone che hanno presentato la nota di sintesi chiedendone la notifica, compresa la sua eventuale traduzione, ma soltanto se la nota di sintesi risulta fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme con le altre parti del prospetto.

(...».

11. L'articolo 6 della direttiva 2003/71 così dispone:

«1. Gli Stati membri dispongono che la responsabilità per le informazioni fornite in un prospetto sia attribuita almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi. Le persone responsabili sono chiaramente indicate nel prospetto con la loro qualifica e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, la denominazione e la sede sociale; deve inoltre essere riportata una loro attestazione certificante che per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata.

2. Gli Stati membri provvedono a che le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili per le informazioni fornite in un prospetto.

(...».

B. Diritto spagnolo

12. L'articolo 28 della ley 24/1988 del Mercado de Valores (legge 24/1988 sul mercato degli strumenti finanziari), del 28 luglio 1988 (4), nella versione applicabile alla controversia principale, stabilisce quanto segue:

«1. La responsabilità per le informazioni fornite nel prospetto è attribuita, perlomeno, all'emittente, all'offerente o alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato secondario ufficiale e ai rispettivi amministratori, secondo le condizioni stabilite dalla legge.

La responsabilità indicata nel paragrafo precedente grava parimenti sul garante degli strumenti finanziari in relazione alle informazioni che deve elaborare. L'ente incaricato di dirigere le operazioni risponde inoltre per quanto attiene ai compiti di verifica da svolgere secondo i termini stabiliti dalla legge.

Sono altresì responsabili, alle condizioni fissate dalla legge, le altre persone che accettino di assumersi la responsabilità per il prospetto, purché ciò risulti in detto documento, e le altre persone, non incluse tra queste ultime, che abbiano autorizzato il contenuto del prospetto.

2. Le persone responsabili per le informazioni fornite nel prospetto sono ivi chiaramente indicate con la rispettiva qualifica e funzione o, nel caso di persone giuridiche, con la rispettiva denominazione e sede sociale. Esse devono inoltre dichiarare che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata.

3. Conformemente alle condizioni stabilite ex lege, tutte le persone indicate nei paragrafi precedenti sono responsabili, a seconda dei casi, dei danni causati ai titolari degli strumenti finanziari acquisiti a seguito di informazioni inesatte o dell'omissione di informazioni rilevanti all'interno del prospetto o del documento che il garante deve, se del caso, elaborare.

L'azione di responsabilità si prescrive in tre anni dal momento in cui la parte che promuove l'azione ha potuto prendere conoscenza della erroneità o delle omissioni relative al contenuto del prospetto.

4. Le persone menzionate nei paragrafi precedenti non possono essere chiamate a rispondere sulla sola base della nota di sintesi o della sua traduzione, a meno che essa risulti fuorviante, imprecisa o incoerente rispetto ad altre parti del prospetto oppure non contenga, letta congiuntamente alle altre parti del prospetto, le informazioni essenziali che consentono di assistere gli investitori che intendono investire in detti strumenti finanziari».

III. Fatti della controversia principale e questioni pregiudiziali

13. Nel 2011 la Bankia ha presentato un'offerta pubblica di sottoscrizione di azioni in vista della sua quotazione in borsa, comprendente due tranche: una prima tranche era destinata agli investitori al dettaglio, ai dipendenti e agli amministratori e una seconda tranche, detta «tranche istituzionale», era riservata agli investitori qualificati.

14. A partire dal 29 giugno 2011, data di registrazione del prospetto dinanzi alla Comisión Nacional del Mercado de Valores (Commissione nazionale del mercato degli strumenti finanziari, Spagna), le due tranche sono state proposte agli investitori. A decorrere da tale data e fino al 18 luglio 2011, si svolgeva il cosiddetto «periodo di bookbuilding», durante il quale i potenziali investitori qualificati potevano formulare proposte di sottoscrizione.

15. Il 18 luglio 2011 il prezzo delle azioni è stato fissato in EUR 3,75 per le due tranche dell'offerta pubblica.

16. Nell'ambito dell'offerta di sottoscrizione, la Bankia contattava l'UMAS, società dedita all'attività di mutua assicurazione, considerata, di conseguenza, come un investitore qualificato. Il 5 luglio 2011 l'UMAS sottoscriveva un'offerta di acquisto di EUR 600 000 per 160 000 azioni, al prezzo di EUR 3,75 ciascuna.

17. A seguito di una riformulazione dei conti annuali della Bankia, le azioni perdevano quasi tutto il loro valore sul mercato secondario e la loro quotazione veniva sospesa.

18. Nell'ambito di una serie di procedimenti anteriori, avviati su richiesta di investitori al dettaglio, il Tribunal Supremo (Corte suprema) stabiliva che il prospetto emesso dalla Bankia conteneva gravi inesattezze sulla reale situazione finanziaria dell'ente emittente.

19. L'UMAS presentava un ricorso nei confronti della Bankia diretto, in via principale, a ottenere l'annullamento dell'ordine di acquisto delle azioni per vizio del consenso e, in via subordinata, l'accertamento della responsabilità della Bankia per mancanza di veridicità del prospetto. Il giudice di primo grado accertava la nullità dell'ordine di acquisto delle azioni per un errore comportante un vizio del consenso e ordinava la restituzione delle somme versate.

20. La Bankia proponeva appello avverso la sentenza succitata dinanzi all'Audiencia Provincial (Corte provinciale, Spagna). Quest'ultima respingeva la domanda di accertamento della nullità, ma accoglieva l'azione di responsabilità proposta nei confronti della Bankia sulla base del prospetto inesatto.

21. La Bankia proponeva ricorso in cassazione avverso detta sentenza dinanzi al giudice del rinvio. A suo avviso, né la direttiva 2003/71, né il diritto spagnolo prevedono espressamente la possibilità per gli investitori qualificati di azionare la responsabilità dell'emittente sulla base di un prospetto inesatto quando l'offerta pubblica di sottoscrizione è mista, vale a dire diretta sia agli investitori al dettaglio che agli investitori qualificati. Il giudice del rinvio sottolinea, a questo riguardo, che l'articolo 3, paragrafo 2, di tale direttiva dispensa dell'emissione di un prospetto le offerte dirette esclusivamente agli investitori qualificati, dal momento che questi ultimi dispongono della capacità e dei mezzi di

informazione che consentono loro di adottare una decisione in maniera consapevole. Tuttavia, a norma del considerando 27 della suddetta direttiva, la tutela degli investitori andrebbe assicurata mediante l'obbligo di pubblicazione di informazioni affidabili, senza distinguere tra le diverse categorie di investitori.

22. Date tali circostanze, il Tribunale Supremo (Corte suprema) ha deciso di sospendere la decisione e di sottoporre alla Corte le seguenti questioni pregiudiziali vertenti sull'interpretazione dell'articolo 3, paragrafo 2, e dell'articolo 6 della direttiva 2003/71:

- «1) Se, quando un'offerta pubblica di sottoscrizione di azioni è rivolta sia a investitori al dettaglio sia a investitori qualificati e viene emesso un prospetto per gli investitori al dettaglio, l'azione di responsabilità per il prospetto possa essere esercitata da entrambe le tipologie di investitori o unicamente dagli investitori al dettaglio;
 - 2) Qualora la risposta alla [prima questione] dovesse essere nel senso che tale azione può essere esercitata anche dagli investitori qualificati, se sia possibile valutare il loro grado di conoscenza della situazione economica dell'emittente dell'OPS a prescindere dal prospetto, sulla base dei loro rapporti giuridici o commerciali con detto emittente (far parte del suo azionariato, dei suoi organi di amministrazione, ecc.)».
23. La Bankia, l'UMAS, i governi spagnolo e ceco e la Commissione europea hanno presentato osservazioni scritte.

IV. Analisi

24. Con la prima questione pregiudiziale, il giudice del rinvio si chiede essenzialmente se l'articolo 6 della direttiva 2003/71, letto alla luce dell'articolo 3, paragrafo 2, lettera a), della medesima direttiva, debba essere interpretato nel senso che, quando un'offerta pubblica di sottoscrizione di strumenti finanziari è rivolta sia a investitori al dettaglio che a investitori qualificati e viene emesso un prospetto, l'azione di responsabilità per il prospetto può essere esercitata dagli investitori qualificati benché la pubblicazione di un documento siffatto non sia necessaria qualora l'offerta riguardi solo detta tipologia di investitori. Con la seconda questione pregiudiziale, detto giudice si chiede se, in caso di risposta affermativa alla prima questione, l'articolo 6 di detta direttiva debba essere interpretato nel senso che, laddove un investitore qualificato proponga un'azione, nello stabilire se sussista una responsabilità da parte dell'ente emittente, è possibile tener conto del fatto che tale investitore ha potuto accedere ad altre fonti di informazione sulla situazione economica della società emittente dell'offerta pubblica, diverse dalle informazioni contenute nel prospetto.

25. Per rispondere al giudice del rinvio, occorre chiedersi se, nel caso di un prospetto inesatto emesso nel quadro di un'offerta mista, vale a dire un'offerta che comprende due tranches, una destinata agli investitori qualificati, e l'altra destinata agli investitori al dettaglio, sussista, in primo luogo, un principio di responsabilità civile verso gli investitori qualificati e, eventualmente, in secondo luogo, quali siano le modalità di attuazione di tale responsabilità.

26. Tuttavia, in via preliminare, occorre precisare che l'eccezione di irricevibilità della domanda di pronuncia pregiudiziale sollevata dall'UMAS deve essere respinta alla luce della giurisprudenza costante della Corte (5).

27. Infatti, nel caso di specie, il giudice del rinvio ha illustrato a sufficienza il legame esistente tra l'oggetto della controversia e l'interpretazione richiesta del diritto dell'Unione, la reale sussistenza del problema da dirimere e gli elementi in fatto e in diritto necessari per rispondere in maniera utile alle questioni sollevate.

A. Sulla questione se un prospetto inesatto possa fungere da fondamento di un'azione di responsabilità civile avviata da un investitore qualificato contro l'emittente dei titoli

28. La questione in esame si pone nell'ipotesi oggetto del procedimento principale, vale a dire in presenza di un'offerta mista che può essere formulata nel quadro di un'offerta al pubblico (articolo 3, paragrafo 1, della direttiva 2003/71), oppure in caso di emissione di titoli destinati a quotazione su un mercato regolamentato, poiché, in un tal caso, la pubblicazione di un prospetto è obbligatoria e gli investitori qualificati, al pari degli investitori al dettaglio, possono acquistare tali titoli (articolo 3, paragrafo 3, di tale direttiva).

29. L'articolo 6 della direttiva succitata sancisce un principio di responsabilità in caso di emissione di un prospetto inesatto o incompleto, comprendente l'obbligo, a carico degli Stati membri, da una parte, di identificare e menzionare in detto prospetto le persone responsabili del suo contenuto (paragrafo 1) e, dall'altra, di prevedere l'esistenza di un regime di responsabilità civile a loro carico (paragrafo 2).

30. L'articolo 6 della direttiva 2003/71 non prevede però eccezioni a detto principio di responsabilità fondata sulla natura dell'offerta mista, che sia offerta unicamente al pubblico o destinata alla quotazione su un mercato regolamentato, benché altre disposizioni di detta stessa direttiva prevedano esenzioni dall'obbligo di pubblicazione di

un prospetto legate sia ai destinatari dell'offerta, all'ammontare dei titoli o dell'offerta globale emessa (articolo 3, paragrafo 2), sia alla natura dei titoli emessi (articolo 4). Queste esenzioni dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto non precludono però la pubblicazione volontaria di un prospetto da parte di un emittente che beneficerà allora di un «passaporto unico» se l'emissione interviene su un mercato regolamentato (6).

31. Alla luce dell'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto prevista all'articolo 3, paragrafo 2, lettera a), della direttiva 2003/71, ove l'offerta sia riservata agli investitori qualificati, il giudice del rinvio si interroga sulla possibilità per questi ultimi di esercitare l'azione di responsabilità civile fondata sull'inesattezza del prospetto. Così facendo, il giudice del rinvio sembra fondarsi su una premessa secondo cui, posto che il prospetto è destinato unicamente a tutelare e informare gli investitori non qualificati, gli investitori qualificati non potrebbero far valere l'inesattezza di detto prospetto per agire a titolo di responsabilità civile.

32. Tuttavia, in realtà, esaminate nel loro insieme, le deroghe succitate creano, di fatto, situazioni in cui investitori non qualificati non potranno beneficiare del prospetto (7) o investitori qualificati beneficeranno di un prospetto di cui non avrebbero beneficiato se fossero stati gli unici destinati dell'offerta al di fuori del mercato regolamentato. Infatti, fatta eccezione per l'offerta mista al di fuori del mercato regolamentato disciplinata dall'articolo 3, paragrafo 1, della direttiva 2003/71, gli investitori qualificati beneficiano di un prospetto in caso di offerta destinata a essere ammessa su un mercato regolamentato in forza del paragrafo 3 del medesimo articolo, ferme restando le eccezioni legate alla natura degli strumenti finanziari emessi come previste nell'articolo 4, paragrafo 2, di detta direttiva che si applicano anche agli investitori non qualificati. Allo stesso modo, gli investitori qualificati possono beneficiare di una pubblicazione volontaria di un prospetto da parte dell'emittente.

33. Quindi, sia l'interpretazione letterale sia l'interpretazione sistematica della direttiva 2003/71 tendono a smentire l'idea che il prospetto sia previsto solo nell'intento di tutelare gli investitori non qualificati.

34. Inoltre, l'interpretazione teleologica di detta direttiva va nello stesso senso. Infatti, il primo obiettivo di detto testo di legge è di consentire la realizzazione di un mercato unico degli strumenti finanziari (considerando 45) mediante lo sviluppo dell'accesso ai mercati finanziari (considerando 18), in particolare per le PMI (considerando 4):

- da una parte, semplificando i compiti amministrativi per gli emittenti mediante l'introduzione di un passaporto unico (considerando 1) e la riduzione dei costi grazie alla possibilità di incorporare nel prospetto informazioni attraverso un semplice riferimento a informazioni già esistenti e convalidate (considerando 29), e,
- dall'altra, agevolando le offerte transfrontaliere, evitando in particolare i costi aggiuntivi dovuti alla traduzione in tutte le lingue ufficiali (considerando 35).

35. Uno degli altri obiettivi della direttiva 2003/71, enunciato nel suo considerando 16, è di «tutelare gli investitori» tenendo conto delle «diverse esigenze di tutela delle varie categorie di investitori e del loro livello di competenza tecnica». Detta tutela passa attraverso la pubblicazione di informazioni complete (considerando 18 e 20), affidabili (considerando 27) e accessibili (considerando 21), volta a consentire agli «[investitori] di valutare in modo fondato tali rischi e prendere pertanto le loro decisioni di investimento con piena cognizione di causa», secondo la formulazione del considerando 19 della direttiva di cui trattasi.

36. La direttiva in esame combina quindi questi due obiettivi. La Corte ha già avuto occasione di valutare tale combinazione stabilendo che un prospetto non era necessario in caso di vendita di titoli nell'ambito di un procedimento di esecuzione forzata (8).

37. Di conseguenza, l'articolo 6 della direttiva 2003/71 in combinato disposto con l'articolo 3, paragrafo 2, lettera a), della stessa direttiva deve essere interpretato nel rispetto dell'equilibrio che si è inteso realizzare tra i succitati due obiettivi.

38. Mi sembra pertanto chiaro che il fatto che gli articoli 3 e 4 della suddetta direttiva prevedano, in maniera dettagliata, numerose esenzioni dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto, mentre l'articolo 6 della direttiva in esame sancisce, senza eccezioni, un principio di responsabilità civile in caso di prospetto inesatto, deve portare a un'interpretazione secondo cui, qualora esista un prospetto, un'azione di responsabilità civile deve poter essere avviata sulla base dell'inesattezza di detto prospetto, a prescindere dalla natura dell'investitore che si ritenga leso.

39. Inoltre, consentire a ciascuno Stato membro di stabilire autonomamente se gli investitori qualificati possano o meno proporre un'azione di responsabilità in caso di prospetto inesatto significherebbe introdurre possibili distorsioni tra gli Stati membri le quali ledono, in maniera sproporzionata, l'obiettivo della realizzazione di un mercato unico degli

strumenti finanziari. Tale obiettivo impone un'interpretazione uniforme del campo di applicazione dell'articolo 6 della direttiva 2003/71 quanto ai soggetti che possono agire giudizialmente nei confronti dell'emittente dell'offerta.

40. Parimenti, in caso di pubblicazione volontaria di un prospetto inesatto all'interno di un'offerta riservata agli investitori qualificati, un siffatto investitore deve poter agire a titolo di responsabilità civile nei confronti dell'emittente sulla base dell'articolo 6 di tale direttiva.

41. Dall'insieme delle considerazioni che precedono risulta che l'articolo 6 della direttiva 2003/71, letto alla luce dell'articolo 3, paragrafo 2, lettera a), della medesima direttiva, deve essere interpretato nel senso che, quando un'offerta pubblica di sottoscrizione di strumenti finanziari è rivolta sia a investitori al dettaglio sia a investitori qualificati e viene emesso un prospetto, l'azione di responsabilità per il prospetto può essere esercitata dagli investitori qualificati benché la pubblicazione di un documento siffatto non sia necessaria qualora l'offerta riguardi solo detta tipologia di investitori.

B. Sulla questione se la prova della conoscenza della reale situazione dell'emittente da parte l'investitore qualificato possa essere ricavata dall'esistenza di rapporti commerciali o giuridici tra di essi (partecipazione all'azionariato, agli organi direttivi, ecc.)

42. Con la seconda questione pregiudiziale, il giudice del rinvio chiede alla Corte di pronunciarsi specificamente sul margine di discrezionalità lasciato agli Stati membri dall'articolo 6 della direttiva 2003/71.

43. Infatti, detto articolo 6 sancisce due principi:

- da una parte, gli Stati membri devono prevedere l'esistenza di almeno una persona responsabile delle informazioni fornite nel prospetto, indicata all'interno di esso e che dichiara che «le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata» (paragrafo 1);
- dall'altra, gli Stati membri devono provvedere a che le loro disposizioni in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili per le informazioni fornite in un prospetto (paragrafo 2, primo comma).

44. Posto che l'articolo 6 della direttiva 2003/71 non prevede alcuna modalità di attuazione dell'azione di responsabilità, spetta agli Stati membri stabilire, nel loro diritto nazionale, dette modalità.

45. Come in tutti i casi in cui è lasciato un margine di discrezionalità agli Stati membri, le scelte di questi ultimi devono rispettare il principio di effettività e di equivalenza al fine di preservare l'effetto utile delle disposizioni della direttiva di cui trattasi. Anche di recente, la Corte ha ricordato che le modalità previste non possono essere meno favorevoli di quelle che disciplinano situazioni analoghe di natura interna (principio di equivalenza), né rendere in pratica impossibile o eccessivamente difficile l'esercizio dei diritti conferiti dall'ordinamento giuridico dell'Unione (principio di effettività) (9).

46. Nella sentenza del 19 dicembre 2013, Hirmann (10), la Corte ha altresì ribadito questi principi con riferimento al margine di discrezionalità lasciato agli Stati membri all'articolo 6 della direttiva 2003/71.

47. Così, nel rispetto dei suddetti principi, gli Stati membri possono scegliere per tale azione di responsabilità un fondamento extracontrattuale, contrattuale o da quasi-contratto.

48. Infatti, benché nella sentenza del 19 dicembre 2013, Hirmann (11), la Corte abbia stabilito che la responsabilità civile di un emittente per le irregolarità del prospetto trovava origine dal contratto d'acquisto delle azioni (12), occorre osservare che si trattava di una causa in cui obblighi derivanti dal contratto di società erano stati dedotti per contrastare l'azionamento della responsabilità fondata sul contratto di acquisto di azioni. La Corte si è così pronunciata a favore di una responsabilità «che trae origine» da quest'ultimo contratto e non dal contratto di società, senza che ciò implichi, a mio avviso, un obbligo per gli Stati membri di scegliere un fondamento contrattuale per quanto concerne la responsabilità fondata sull'inesattezza del prospetto.

49. Allo stesso modo, quanto alla portata della responsabilità stessa, il fatto di tener conto o meno della colpa del danneggiato e il modo in cui il nesso di causalità è individuato (13) ricadono nella competenza degli Stati membri, fermo restando il rispetto dei principi di effettività e di equivalenza sanciti dal diritto dell'Unione.

50. Benché la Corte abbia ammesso, nella causa sfociata nella sentenza del 19 dicembre 2013, Hirmann (14), che uno Stato membro può limitare la responsabilità civile dell'emittente circoscrivendo l'importo del risarcimento in funzione della data in cui è fissato il prezzo delle azioni ai fini di detto risarcimento, lo Stato membro è comunque ancora tenuto a rispettare i principi di equivalenza e di effettività.

51. Pertanto, per analogia, è possibile ammettere che uno Stato membro sia legittimato a prevedere nella propria normativa la presa in considerazione della conoscenza della reale situazione dell'emittente da parte l'investitore qualificato, a condizione che siano rispettati i principi di effettività ed equivalenza.

52. Di conseguenza, gli Stati membri possono prevedere una normativa in base alla quale, in caso di azione di responsabilità per inesattezza del prospetto esercitata da un investitore qualificato, si tiene conto della conoscenza della reale situazione dell'emittente che l'investitore qualificato ha acquisito al di fuori delle disposizioni inesatte o incomplete del prospetto, purché tale conoscenza possa essere presa in considerazione anche nel quadro di azioni di responsabilità analoghe e non abbia per effetto di rendere in pratica impossibile o eccessivamente difficile l'esercizio di detta azione.

53. Tuttavia, il controllo del rispetto dei principi di effettività e di equivalenza può avvenire solo sulla base di un'applicazione concreta a uno specifico caso di detta presa in considerazione della conoscenza da parte dell'investitore. Incombe quindi al giudice del rinvio, che intende trarre conseguenze giuridiche dalla conoscenza della situazione economica di un emittente da parte di un investitore qualificato che propone un'azione di responsabilità nei confronti di quest'ultimo sulla base di un prospetto inesatto, rispettare tali principi in sede di valutazione delle prove di tale conoscenza e della sua presa in considerazione.

54. Dall'insieme delle suesposte considerazioni emerge che l'articolo 6, paragrafo 2, della direttiva 2003/71 deve essere interpretato nel senso che, in caso di un'azione di responsabilità civile per inesattezza del prospetto esercitata da un investitore qualificato, esso non osta alla presa in considerazione della conoscenza della reale situazione dell'emittente che detto investitore abbia acquisito al di fuori delle disposizioni inesatte o incomplete del prospetto, purché tale conoscenza possa essere presa in considerazione anche nel quadro di azioni di responsabilità analoghe e non abbia per effetto di rendere in pratica impossibile o eccessivamente difficile l'esercizio di detta azione, aspetto questo che spetta al giudice del rinvio verificare.

V. Conclusione

55. Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, propongo alla Corte di rispondere alle questioni pregiudiziali sollevate dal Tribunal Supremo (Corte suprema, Spagna) come segue:

- 1) L'articolo 6 della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE, letto alla luce dell'articolo 3, paragrafo 2, lettera a), della medesima direttiva, deve essere interpretato nel senso che, quando un'offerta pubblica di sottoscrizione di strumenti finanziari è rivolta sia a investitori al dettaglio che a investitori qualificati e viene emesso un prospetto, l'azione di responsabilità per il prospetto può essere esercitata dagli investitori qualificati benché la pubblicazione di un documento siffatto non sia necessaria qualora l'offerta riguardi solo detta tipologia di investitori.
- 2) L'articolo 6, paragrafo 2, della direttiva 2003/71 deve essere interpretato nel senso che, in caso di un'azione di responsabilità civile per inesattezza del prospetto esercitata da un investitore qualificato, esso non osta alla presa in considerazione della conoscenza della reale situazione dell'emittente che detto investitore abbia acquisito al di fuori delle disposizioni inesatte o incomplete del prospetto, purché tale conoscenza possa essere presa in considerazione anche nel quadro di azioni di responsabilità analoghe e non abbia per effetto di rendere in pratica impossibile o eccessivamente difficile l'esercizio di detta azione, aspetto questo che compete al giudice del rinvio verificare.

¹ Lingua originale: il francese.

² GU 2003, L 345, pag. 64.

³ GU 2000, L 126, pag. 1.

⁴ BOE n. 181, del 29 luglio 1988, pag. 23405.

[5](#) V., in particolare, sentenza del 24 novembre 2020, Openbaar Ministerie (Falso in atti) (C-510/19, EU:C:2020:953, punti da 25 a 27 e giurisprudenza citata).

[6](#) V. considerando 17 della direttiva 2003/71.

[7](#) V. articolo 3, paragrafo 2, lettere da b) a e), della direttiva 2003/71.

[8](#) V. sentenza del 17 settembre 2014, Almer Beheer e Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226, punti da 31 a 33 e dispositivo).

[9](#) Sentenza del 26 giugno 2019, Craeynest e a. (C-723/17, EU:C:2019:533, punto 54 e giurisprudenza citata).

[10](#) C-174/12, EU:C:2013:856, punto 40 e giurisprudenza citata.

[11](#) C-174/12, EU:C:2013:856.

[12](#) Sentenza del 19 dicembre 2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856, punto 29).

[13](#) La dottrina ha elaborato tre teorie del nesso di causalità: la teoria della causa prossima, quella dell'equivalenza delle condizioni e quella della causalità adeguata.

[14](#) C-174/12, EU:C:2013:856.