



FACULTAD DE DERECHO

**LA RESPONSABILIDAD ANTE OMISIONES Y
FALSEDADES EN EL FOLLETO INFORMATIVO DE LAS
AMPLIACIONES DE CAPITAL**

Análisis de los remedios jurídico-privados que el ordenamiento
otorga al inversor minorista

Autor: Borja Castellano Sánchez-Quiñones

5º Administración y Dirección de Empresas y Derecho (E-3) A

Derecho civil

Tutora: Ana Soler Presas

Madrid

Abril, 2021

RESÚMEN EJECUTIVO

En estos últimos años, muchas empresas han encontrado en la cotización en los mercados de valores una gran oportunidad de crecimiento. Algunas compañías, ante la imperiosa necesidad de querer salir a bolsa con los beneficios que ello implica, han pecado de distorsionar la imagen y fiel reflejo de la compañía induciendo a error a los particulares que confiaban de buena fe en esta información y en la prosperidad de la empresa.

Por tanto, el presente trabajo pretende ahondar en el marco legal de protección aplicable a aquellos particulares que han suscrito una ampliación de capital emitida sobre la base de una información defectuosa. Realizaremos un análisis de los diferentes remedios que el ordenamiento jurídico concede a los inversores en estos casos; las interpretaciones que la doctrina y la jurisprudencia realizan al respecto, con los problemas que éstas puedan acarrear; todo ello con la intención de poder determinar cual es la acción más adecuada para la protección del inversor sin perder de vista el resto de los intereses en juego.

Palabras clave: oferta pública, folleto informativo, vicios del consentimiento, responsabilidad, inversor minorista.

ABSTRACT

In recent years, many companies have found in the stock market listing a great opportunity for growth. Some companies, faced with the imperative need to go public with the benefits that this implies, have sinned of distorting the image and faithful reflection of the company, misleading individuals who trusted in good faith in this information and in the prosperity of the company.

Therefore, this paper aims to delve into the legal framework of protection applicable to those individuals who have subscribed to a capital increase issued on the basis of defective information. We will analyse the different remedies that the legal system grants to investors in these cases; the interpretations that doctrine and jurisprudence make in this respect, with the problems that these may entail; all this with the intention of being able to determine which is the most appropriate action for the protection of the investor without losing sight of the rest of the interests at stake.

Keywords: public offering, informative prospectus, defects of consent, liability, retail investor.

LISTADO DE ABREVIATURAS

AP: Audiencia Provincial

CC: Código Civil

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

LMV: Ley del Mercado de Valores

MiFID: *Markets in Financial Instruments Directive*

MiFID II: *Markets in Financial Instruments Directive II*

OPS: Oferta pública de suscripción

OPV: Oferta Pública de Venta

RD: Real Decreto

STJUE: Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea

STS: Sentencia del Tribunal Supremo

TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea

TRLMV: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

TS: Tribunal Supremo

UE: Unión Europea

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	7
CAPÍTULO 1. LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL: EL ESCENARIO DE NUESTRO PROTAGONISTA	8
1. LA AMPLIACIÓN DE CAPITAL	8
1.1. Cómo se ejecutan las ampliaciones de capital	9
2. EL FOLLETO INFORMATIVO	10
2.1 Introducción al concepto	10
2.2 Finalidad	10
2.3 Supervisión y sanción.....	12
2.4 Contenido	13
2.5 Susceptibles de ser responsables (ver 108: punto 57,85 y 86).....	14
3. CASO BANKIA	15
4. SEMEJANZAS CON OTROS POSIBLES PROTAGONISTAS	15
4.1 Mercado primario y secundario.....	16
4.2 Inversor minorista y cualificado	20
CAPÍTULO 2. PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA. ANÁLISIS DE LOS REMEDIOS JURIDICO-PRIVADOS.	23
1. PROTECCIÓN DEL DESTINATARIO DEL FOLLETO POR PARTE DE LAS DISTINTAS NORMATIVAS	23
1.1 El inversor consumidor.....	23
1.2 El deber de información y la falta de veracidad.....	28
1.3 Remedios jurídico-privados que el ordenamiento concede al protagonista. 30	
2. NORMATIVA COMÚN: ERROR VICIO DEL CONSENTIMIENTO	31
2.1 Introducción.....	31
2.2 Régimen legal del error como vicio del consentimiento.....	31
3. NORMATIVA ESPECIAL: RESPONSABILIDAD POR EL CONTENIDO DEL FOLLETO	34
3.1 Introducción.....	34
3.2 Régimen legal de la responsabilidad civil derivada del folleto.....	34
3.3 Requisitos para la determinación de la responsabilidad	35
4. COMPARACIÓN Y PROBLEMAS QUE PRESENTAN AMBOS REMEDIOS	38
4.1 Problemática de la restitución por los vicios del consentimiento.....	38

4.2 Problemática de la actividad probatoria del nexo causal.....	40
4.3 Remedio subsidiario: el contrato de comisionista bursátil.....	42
CONCLUSION.....	42
BIBLIOGRAFÍA	45

INTRODUCCIÓN

Ante la enorme casuística que generan las ampliaciones de capital, consideramos pertinente la concreción de nuestro protagonista, así como el escenario para poder llevar a cabo un estudio pormenorizado del mismo. En este sentido, y de forma sucinta pues más adelante analizaremos con una mayor profundidad; el marco en el que se encontrará nuestro protagonista serán las ofertas públicas de suscripción, dónde el emisor ofrece nuevas acciones al mercado primario como método de captación de ahorro público. Las OPS pueden estar dirigidas a distintos tramos; a lo largo del trabajo nuestro individuo será el inversor minorista que acude al mercado primario.

Para que estas emisiones puedan dirigirse a los inversores minoristas, la normativa específica requiere la emisión de un folleto informativo que sirva como base para la toma de decisiones de inversión. Ahora bien, el problema radica cuando la información proporcionada por el propio emisor es falsa, inexacta o simplemente ha sido omitida; causando graves perjuicios a los inversores que fundamentarán su inversión sobre una imagen distorsionada e irreal de la empresa.

Comenzaremos analizando las ampliaciones de capital y el folleto informativo en el capítulo I; como marco de actuación de nuestros protagonistas que genera derechos y obligaciones. De igual manera, comparemos el tratamiento del inversor primario con el institucional; y la protección del mercado primario con el secundario.

En el segundo capítulo nos adentraremos en la protección legal de nuestros protagonistas para culminar con el análisis de los remedios jurídico-privados que nuestro ordenamiento otorga al inversor minorista; todo ello con la intención de arrojar ciertas conclusiones al respecto que nos permitan determinar el remedio idóneo para los sujetos intervinientes.

CAPÍTULO 1. LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL: EL ESCENARIO DE NUESTRO PROTAGONISTA

1. LA AMPLIACIÓN DE CAPITAL

Las ampliaciones de capital tienen por objeto el aumento de fondos de la empresa, elevando la cifra de Capital Social de la misma¹. Podrá llevarse a cabo de dos formas: mediante la emisión de nuevas acciones o mediante el incremento del valor nominal de acciones ya existentes².

Nos centraremos en la emisión de nuevas acciones; y para el objeto del presente estudio, resulta especialmente relevante la oferta pública de suscripción de acciones. Acorde al artículo 30 bis de la LMV supone toda comunicación que permita tener un conocimiento suficiente de la oferta como para poder decidir de manera fundada acerca de la adquisición de los nuevos valores ofertados por parte de la empresa.

El propio artículo 30 bis. 1 párrafo 2º, recoge aquellos casos en los que no tendrán consideración de oferta pública y por tanto no estarán sujetos a los requisitos de información del artículo 26 de la LMV, ni a la verificación por parte de la CNMV presentes en los apartados 2 y 3 del artículo 26.

Las ofertas públicas de suscripción se caracterizan por su publicidad y la obligación de elaboración y emisión de un folleto informativo, que será puesto a disposición del inversor y que recogerá los términos en los que se llevará a cabo la operación³. Un folleto que estudiaremos más adelante pues merece un apartado separado.

Estas operaciones revisten de especial interés puesto que son una forma de financiación para la empresa mejorando la estructura de recursos propios. En el caso de Bankia, por ejemplo, en su folleto de la OPS de 2011; se desprenden los objetivos de dicha oferta: ampliación del accionariado para la admisión a negociación en un mercado secundario

¹ Según el artículo 296.1 de la LSC, será necesaria la modificación estatutaria mediante acuerdo por parte de la Junta General, siendo esta la única forma de modificar el Capital Social para tratar de salvaguardar los intereses de terceros.

² En ambos casos el artículo 295.2 LSC prevé que pueda llevarse a cabo mediante nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias; por compensación de créditos; o con cargo a beneficios o reservas.

³ CNMV. Las órdenes de valores: adquisición de valores, (obtenido de http://www.cnmv.es/tutorialesinversores/ordenesvalores/01_cnmv_accesible/050101.htm).

oficial, lo que derivaría en un fortalecimiento de la marca como sociedad cotizada favoreciendo entre otras cosas, un mejor acceso a los mercados de capitales⁴.

1.1. Cómo se ejecutan las ampliaciones de capital

Las ofertas públicas de suscripción de acciones operan en tres niveles distintos: en un primer lugar encontramos al emisor que acude al mercado público para la captación de fondos privados, el cuál será al mismo tiempo el oferente en el mercado primario; en segundo lugar, encontramos los intermediarios financieros entendidos como entidades colocadoras que conectan con los inversores.

Dentro de los intermediarios hallamos todos aquellos servicios de inversión, no solo labores de colocación, sino que también: diseñarán la operación y la coordinarán; se encargarán de ejecutar las ordenes de compra, pagando a las partes involucradas y entregando las acciones al inversor. Así pues, diferenciamos las entidades directoras de los bancos agentes⁵.

Una vez emitida la oferta, concurrirán a la misma los inversores a los que esté dirigida, produciéndose la aceptación por parte de los inversores, lo que generará tantos contratos de compraventa de valores negociables como individuos acudan a la oferta. Cuando esta celebración del contrato se hace por medio de colocadores encontramos la figura de los comisionistas.

Como método de protección de los inversores y de aseguramiento del correcto funcionamiento de los mercados, la oferta requiere la elaboración de un folleto informativo que deberá publicarse previamente. El contenido de éste lo estudiaremos en profundidad en el siguiente apartado.

⁴ Folleto informativo OPS Bankia.

⁵ Cachón Blanco, E., Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores, Dykinson, 1996, pp. 29-31.

2. EL FOLLETO INFORMATIVO

2.1 Introducción al concepto

El folleto informativo tiene por objeto recoger toda aquella información necesaria acerca de la oferta para que los inversores puedan analizar la situación financiera y las perspectivas de la empresa de una forma sencilla, de tal manera que permitan decidir sobre la inversión⁶.

El Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 recoge todo lo referente al folleto informativo que será de obligada publicación cuando nos encontremos ante una oferta pública o ante la admisión a negociación. En el ámbito nacional, el artículo 30 bis de la LMV recoge la obligatoriedad del folleto informativo en aquellas ampliaciones de capital que se dirijan al público.

2.2 Finalidad

2.2.1 Protección al inversor minorista

El Reglamento 2017/1129 presenta el folleto como un mecanismo de protección para el inversor y como una herramienta que asegura la eficiencia del mercado. Una protección pues que permite tomar decisiones fundadas a los inversores proveyéndoles de una información emitida por el propio oferente acerca del estado de la propia compañía⁷.

El folleto por tanto tiene una función integradora de la voluntad negocial para contratar. El ofrecimiento al público queda pendiente únicamente de ser aceptada por los destinatarios; celebrándose en último término un contrato de adquisición mediante adhesión⁸.

Respecto de dicha adhesión, algunos autores europeos como ENRIQUES o GILLOTA han puesto en duda que el folleto por tanto tenga un valor protector para los inversores

⁶ Artículo 36.1 TRLMV: “Una oferta pública de venta o suscripción de valores es toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores”

⁷ Una información en orden a evaluar los activos y pasivos; las pérdidas y ganancias; la situación financiera y las perspectivas del emisor y de todo garante; los derechos inherentes a los valores y los motivos y consecuencias para el emisor. Acorde al artículo 6 del Reglamento 2017/1129, que además requiere que la información sea de una fácil comprensión y análisis para los destinatarios.

⁸ *Cfr.* Martínez López, M. Reglamento (UE) 2017/1129, sobre folleto de oferta pública y admisión de valores: ¿un ejemplo del carácter “procíclico” de la política legislativa en el mercado financiero?

Vid. Alfaro Aguila-Real, J. El control de la adecuación entre precio y prestación en el ámbito del derecho de las cláusulas predispuestas.

minoristas pues no consideran que los minoristas vayan a leer el folleto⁹. Rompen con la concepción de que, a más información disponible¹⁰, mayor fundamentación posible; pues consideran que solo va a incidir de forma negativa en el razonamiento del inversor. Encuentran por tanto necesaria la actuación por parte del legislador en aras a la reducción y simplificación del contenido de los folletos, sin perder los elementos más relevantes y determinantes para acometer una inversión de manera fundada¹¹.

En definitiva, algunos consideran que no cumple la finalidad primordial del mismo, pues demasiada información generalmente puede abrumar al inversor minorista que en la mayoría de los casos termina por ni siquiera leerlo; provocando un efecto contrario al deseado por el legislador.

Sin embargo, estos autores encuentran la obligatoriedad del folleto en la revelación de información determinante para inversores más cualificados que analizarán la información e influirán positivamente en la toma de decisiones de los minoristas. En segundo lugar, lo expuesto en el folleto servirá como marco y sustento de posibles futuras demandas ante falsas afirmaciones expuestas en el mismo. Por último, encuentran en la obligatoriedad una manera de filtrar aquellos emisores de peor calidad¹². Recordemos que solo en realizar un folleto informativo conlleva un gasto de entre uno y tres millones de euros.

⁹ Cfr. Tapia Hermida, A.J. (2015, 17 diciembre) “La gente ya no lee ni tan siquiera en legítima defensa (económica). A propósito de la Propuesta de Reglamento sobre el folleto de oferta de valores presentada por la Comisión Europea el pasado 30 de noviembre”, El Blog de Alberto J. Tapia Hermida, (disponible en <http://ajtapia.com/2015/12/la-gente-ya-no-lee-ni-tan-siquiera-en-legitima-defensa-economica-a-proposito-de-la-propuesta-de-reglamento-sobre-el-folleto-de-oferta-de-valores-presentada-por-la-comision-europea-el-pasado-30-de-n/>); Alfaro Aguila-Real, J. (2016, 11 mayo) “Folletos bursátiles y condiciones generales”, Almacén de Derecho (disponible en [Folletos bursátiles y condiciones generales - Almacén de Derecho \(almacenderecho.org\)](http://almacenderecho.org/)).

¹⁰ Una tendencia que cada vez es más común por parte de los oferentes que tratan de adelantarse ante posibles reclamaciones posteriores que puedan sufrir, por lo que intentan minimizar riesgos.

¹¹ “*The real challenge there is for policymakers to be able to identify those information items that are strictly necessary and sufficient to let individuals select the right products*” Enriques, L.; Gillota, S., “*Disclosure and Financial Market Regulation*”, *European Corporate Governance Institute Law Working Paper* No 252/2014, 2014, p. 22.

¹² Vid. Alfaro Aguila-Real, J., Folletos bursátiles y condiciones generales, Almacén de Derecho, 2016, (disponible en <https://almacenderecho.org/folletos-bursatiles-y-condiciones-generales>; última visita el 21/04/2021).

2.2.2 *Genera seguridad en los mercados*

En cuanto al mercado de valores, dicho folleto contribuye a generar expectativas fundadas y más seguras, instaurando confianza en el mercado y favorece la eficiencia de los mercados¹³ y la libre formación de precios, reflejando las cotizaciones un valor lo más real posible.

VALMAÑA OCHAÍTA¹⁴ en este sentido considera que la protección del folleto genera seguridad y confianza en la inversión a los particulares, y toma un papel esencial para que los mercados funcionen atrayendo a pequeños ahorradores que canalizarán sus capitales en inversiones.

Reiterando en la idea de la adhesión, la contratación en masa resulta necesaria para alcanzar la mencionada eficiencia de los mercados. Por tanto, se hace uso de la estandarización de las cláusulas predispuestas por el emisor ante la utopía de la negociación personal con cada uno de los particulares que acuden a la oferta masiva. Por ello, serán de aplicación la normativa aplicable a las condiciones generales de contratación.

2.3 **Supervisión y sanción**

Cada Estado miembro designará una única autoridad administrativa competente, previa notificación a la Comisión, a la Autoridad Europea de Valores y Mercados, y las autoridades competentes del resto de Estados; para la supervisión del folleto informativo. En nuestro país resulta competente la CNMV, la cual se le atribuyen un conjunto de competencias e instrumentos eficaces para la investigación y supervisión. De igual manera, el Reglamento prevé que por medio del Derecho nacional se le faculte a la CNMV para la imposición de sanciones administrativas u otras medidas pertinentes cuya finalidad no es otra que prevenir y disuadir las infracciones del folleto¹⁵.

La CNMV será encargada de aprobar el folleto y tras el cual, se llevará a cabo su publicación y puesta a disposición del público unos días antes de la oferta pública o admisión a negociación de los valores, tomando como fecha límite el mismo día¹⁶. La publicación debe

¹³ Cfr. Enríques, L.; Gillota, S., “*Disclosure...*” *Op. cit.* pp 4-12.

¹⁴ Valmaña Ochaíta, M, *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*, Wolters Kluwer, Madrid, 2006, p. 133.

¹⁵ Vid. Tapia Hermida, A J. (11 julio 2017). Decálogo del folleto de emisión y admisión de valores: el Reglamento (UE) 2017/1129, El Blog de Alberto J. Tapia Hermida, (disponible en <http://ajtapia.com/2017/07/decalogo-del-folleto-emision-admision-valores-reglamento-ue-20171129/>)

¹⁶ Apartado 1 y 3 del artículo 3 del Reglamento 2017/1129.

ser accesible y en alguno de los lugares recogido en el artículo 21 de la regulación europea que llevamos mencionando.

Debemos concluir que dicha supervisión y aprobación es de un carácter formal, por lo que el régimen de sanciones administrativas y de responsabilidad encuentran su fundamento en la necesidad de salvaguardar y proteger tanto al inversor, como a los mercados; dado que es la única forma de poder “asegurar” que la información proporcionada sea veraz.

2.4 Contenido

La elaboración de folleto será ineludible cuando la oferta vaya dirigida al tramo minorista (ya sea de forma exclusiva o en una ampliación mixta); esta afirmación se desprende a *sensu contrario*, de la exención de elaboración del folleto en aquellas ofertas dirigidas únicamente a los inversores cualificados recogida en el artículo 35.2 a) TRLMV.

El contenido del folleto será el mismo indistintamente para las ofertas públicas y para las admisiones a negociación. El artículo 37 recoge en toda su extensión el contenido mínimo y fundamental que el folleto debe recoger; así en su apartado 4, párrafo 2º determina:

a) Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con el emisor y los posibles garantes, incluidos los activos, los pasivos y la situación financiera.

b) Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con la inversión en los valores de que se trate, incluidos los derechos inherentes a los valores.

c) Las condiciones generales de la oferta, incluidos los gastos estimados impuestos al inversor por el emisor o el oferente.

d) Información sobre la admisión a cotización.

e) Los motivos de la oferta y el destino de los ingresos.

Además, el apartado tercero recoge igualmente la necesidad de elaborar un resumen¹⁷ del folleto, con un lenguaje menos técnico todavía, para poder cimentar la inversión de los destinatarios. Esta incorporación tiene su origen en el Reglamento (UE) 2017/1129, el cual

¹⁷ “User-friendly summary” que facilite la protección de los inversores; pero que no generará responsabilidades por el contenido del mismo pues no se puede considerar fundamentada la inversión en la información de un resumen de 6 páginas. *Cfr.* Tapia Hermida, A.J. “Manual de Derecho del mercado financiero”, Iustel, 1ª edición, Madrid, 2015, p. 479.

ha despertado mucho interés. De igual manera, aunque en España ya estaba presente, la Regulación europea ha incluido el folleto voluntario en el considerando 4.1, que producirá los mismos derechos y obligaciones que en aquellos casos en los que éste fuere de carácter imperativo.

2.5 Susceptibles de ser responsables¹⁸ (ver 108: punto 57,85 y 86).

2.5.1 El artículo 38 TRLMV (antiguo artículo 28 LMV)

La responsabilidad del folleto según el artículo 38 del TRLMV recaerá “al menos, sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores”.

2.5.2 La responsabilidad de la CNMV

Resulta dudosa la posible extensión de la responsabilidad a otros sujetos con una implicación determinante en el proceso: la CNMV como órgano competente de la labor de supervisión cabría pensar que debería asumir una cierta responsabilidad. Sin embargo, el artículo 92 de la TRLMV en su penúltimo párrafo¹⁹ exime a la CNMV de toda responsabilidad por el contenido del folleto; se desprende por tanto un control meramente formal del aseguramiento de los requisitos del contenido del folleto, pero nunca aprueba la veracidad de este. La propia CNMV matiza que conforme al artículo 24 del RD 1310/2005, la aprobación de folleto “no implica un juicio sobre la calidad del emisor o de los valores”.²⁰

La CNMV por tanto lleva una labor de enjuiciamiento de la legalidad de los documentos asegurando que cumplan los requisitos legales de forma, procedimentales y de autoría. A su vez, asegurará la claridad y precisión del contenido de este para que no de lugar a equivocación respecto al contenido de este; esto no quiere decir que asegure la veracidad del contenido, si no que se busca que esté redactado de una forma inequívoca para el inversor.

¹⁸ Más adelante se llevará a cabo un estudio pormenorizado de los elementos y requisitos necesarios; por el momento se desea determinar quiénes son susceptibles de ser responsables a efectos de la legislación referente al folleto informativo.

¹⁹ “La incorporación a los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la información periódica y de los folletos informativos sólo implicará el reconocimiento de que aquellos contienen toda la información requerida por las normas que fijan su contenido y en ningún caso determinará responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la falta de veracidad de la información en ellos contenida”

²⁰ CNMV, Emisiones, admisiones y OPAS. Folletos de admisión, (disponible en [CNMV - Folletos de admisión](#)).

Algunos autores²¹ concluyen que la CNMV pese a no ser responsable por un contenido falto de veracidad; esto no le exime de su responsabilidad extracontractual en aquellos casos en los que fruto de un funcionamiento deficiente los inversores hayan sufrido un daño como consecuencia del anormal desempeño de la CNMV de sus competencias supervisoras, siendo esta responsable solidario.

3. CASO BANKIA

El presente trabajo encuentra su motivación primordialmente por la salida a bolsa de Bankia en junio de 2011, como consecuencia de la integración de las cajas de ahorro más importantes presentes en el país en aquel momento: Caja Madrid, Bancaja, Caja Canarias, Caixa Laietana, Caja Ávila, Caja Segovia y Caja Rioja.

Un año más tarde y con una colocación de casi 4.000 millones de euros, Bankia era rescatada por el Estado, recibiendo cerca de 24.000 millones de euros. Comenzaban a aflorar las dudas acerca de la veracidad de las cuentas de la empresa, y de la información proporcionada por la empresa en el folleto informativo. De igual manera, se puso el foco en los directivos de la empresa, con Rodrigo Rato en el ojo del huracán, y su actuación negligente sospechosamente intencionada.

Se desencadenaba un aluvión de demandas por parte de todo tipo de inversores, y cuyas fundamentaciones y tratamientos jurisprudenciales trataremos a continuación, para tratar de esclarecer ciertas conclusiones al respecto. Los numerosos inversores han originado demandas en una gran cantidad de tribunales a lo largo de toda España, originando una casuística casi infinita.

Ante la magnitud de esta operación y la cantidad de familias perjudicadas por la actuación del emisor surge la motivación para analizar los remedios al servicio de los inversores y la mejor solución para las partes afectadas y especialmente para el inversor.

4. SEMEJANZAS CON OTROS POSIBLES PROTAGONISTAS

²¹ Sánchez Álvarez. La responsabilidad de la CNMV. Observaciones al artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores.

Pese a que el individuo de nuestro trabajo es el inversor minorista en el mercado primario, merece especial mención la diferente casuística y su posible equiparación con el sujeto de nuestro estudio. Por ende, vamos a ver el tratamiento de aquellos que acuden al mercado secundario; y de aquellos inversores cualificados, de una forma sucinta pues no son la cuestión principal objeto de nuestro estudio, pero sí que pueden relevar cierta información que nos permita extrapolar en la medida de lo posible, las conclusiones futuras a estos protagonistas.

4.1 Mercado primario y secundario

4.1.1 Concepto

En una primera aproximación, debemos distinguir entre la emisión de nuevos valores cuya finalidad suele ser la captación de fondos²². En general, el mercado primario constará de aquellas acciones negociadas por primera vez, formando parte del mercado secundario en el resto de los casos.

Acorde a esta definición, encontramos la Oferta Pública de Suscripción (OPS); consiste en la emisión de nuevas acciones, dando entrada a nuevos accionistas. Estos nuevos accionistas darán lugar a la dilución de las participaciones de los accionistas ya presentes, los cuales venden su derecho de suscripción.

Sin embargo, de igual manera la Oferta Pública de Venta (OPV)²³ pese a no producirse una emisión de nuevas acciones, forma parte del mercado primario dado que se produce una oferta pública. Una operación consistente en la venta de acciones ya existentes al público en general. Suele tener lugar en aquellos casos donde las empresas desean salir a bolsa y deben cumplir con ciertos requisitos²⁴ tales como la distribución de su accionariado en número suficiente de accionistas²⁵.

²² Página web de la CNMV, (disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Mercado-Primario.aspx>).

²³ Página web de la CNMV, (disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Mercado-Primario.aspx>).

²⁴ *Consolidate Admission and Reporting Directive*, Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores; recoge los requisitos esenciales para las compañías que deseen cotizar.

²⁵ Recogido en el artículo 48 de la anterior Directiva citada los supuestos en los que se considera que la distribución es suficiente. Este criterio surge en detrimento de la anterior obligación de tener al menos 100 accionistas, un requisito que se adaptaba peor a las circunstancias ya que era inflexible.

La CNMV en ambos casos exige la elaboración del folleto informativo recogido en la Ley del Mercado de Valores artículo 35, dado su carácter público que permite llevar a cabo una inversión de manera fundada, y cuya regulación estudiaremos más adelante. Ahora bien, podemos adelantar que el legislador trata esta información como esencial y elemento de juicio decisivo para decidir la adquisición de los valores.

Voces autorizadas como AÑON CALVETE²⁶ o HERNÁNDEZ ARRANZ²⁷, exponen que tanto la negociación en el mercado primario, como en el secundario, en el caso Bankia, se basan en una realidad confusa como es la información ofrecida en el folleto informativo y las cuentas recogidas en el mismo. Por tanto, consideran errónea una posible disociación entre la negociación en ambos mercados y abogan por el amparo de la protección del folleto de emisión hasta el 25 de mayo de 2012 (fecha de la reformulación de las cuentas que marca la publicidad de la falta de veracidad) y con una extensión de doce meses posterior a la validez del folleto²⁸. Ciertamente, que el precio se ve afectado por un gran número de causas, pero en última instancia, la información falsa es la causa primordial, que refleja el atractivo del valor cotizado.

En esta misma línea argumental encontramos diferentes pronunciamientos judiciales; la Audiencia Provincial de Madrid, en su Sentencia nº. 553/2016, del 10 de noviembre, declaraba la nulidad de adquisición de acciones de Bankia en el mercado secundario en base a la falta de información real que inducía al error al cliente independientemente de la fecha, hasta la reformulación de las cuentas en el mes de mayo de 2012.

La propia AP de León, Sección 1ª, de 28 de enero, nº. 13/2016²⁹, reconoce la responsabilidad por parte de la entidad financiera de igual manera en la OPS como en el

²⁶ Añon Calvete, J, Acción de nulidad y oferta pública de suscripción de acciones, en Diario La Ley nº 8556, de 20 de julio de 2015.

²⁷ Hernández Arranz, M, El caso Bankia ante la jurisdicción civil: apuntes de jurisprudencia en Diario La Ley nº 8664 de 19 de enero de 2016.

²⁸ Ribón & Asociados, de la ineludible responsabilidad de Bankia por la venta de sus acciones hasta la misma fecha de la reformulación de cuentas (en la OPV y en mercado secundario), p.2, (disponible en <http://www.ribon.es/wp-content/uploads/2017/11/de-la-ineludible-responsabilidad-de-bankia-por-la-venta-de-sus-acciones-hasta-la-misma-fecha-de-la-reformulacion-de-cuentas-eugenio-riboi-n.pdf>).

²⁹ Vid. SAP Ciudad Real, de 13 de marzo, nº. 79/2017.

mercado secundario La sentencia encuentra que³⁰, si la información facilitada para la oferta pública es la que propicia el error, será por tanto la causante también en el mercado secundario, siempre en cuando la desinformación permanezca vigente.

Parece determinante la intermediación de la entidad financiera en la adquisición de estos valores en el mercado secundario. A colación de esto, se pone de manifiesto en otras sentencias de primera instancia³¹ como el propio director sucursal comercializa los valores con el folleto informativo de la OPS, y como la vigencia del folleto informativo en el momento de adquisiciones en mercados secundarios resulta suficiente para equiparar la protección de ambos mercados.

Podemos por tanto concluir, que hasta que se produjo la corrección del estado real económico de la empresa, la información accesible a los inversores era el folleto informativo, el cual era incompleto o no se ajustaba a la situación real. Una información inexacta que, a ojos de los tribunales, se considera determinante para equiparar el mercado primario al secundario pues ambos tienen como fundamento de la contratación una información errónea. Una tratamiento igualatorio que se verá cercado en el momento en el que la compañía hace oficial la existencia de irregularidades en sus cuentas.

4.1.2 Distinción entre la protección de ambos mercados

Sin embargo, recientemente el **Tribunal Supremo** se ha pronunciado al respecto en su **Sentencia del 27 de junio, nº. 2025/2019**. Muestra claramente la diferencia existente en cuanto a la protección contractual en comparación con la compra de acciones en OPS. El demandante únicamente se opuso a la Sentencia de la Audiencia Provincial fundamentándose únicamente en la infracción de los artículos 1300, 1256 y 1266 del CC.

El demandante defiende la legitimación pasiva de Bankia por medio de tres motivos:

³⁰ “(...) si el error que invalida el consentimiento es la incorrecta información facilitada a través de la OPS, en este caso podemos presumir que esa misma información es la que llevó a la contratación en el mercado secundario. No olvidemos que la adquisición que se dice realizada en el mercado secundario tuvo lugar por la intermediación de la entidad demandada como prestadora del servicio de inversión. De este modo, la desinformación afectaría tanto a las acciones adquiridas a través de OPS como a las adquiridas en el mercado secundario”

³¹ *Vid.* Sentencia del Juzgado de 1ª Instancia nº 3 de Picasset de 8 de octubre de 2015; Sentencia del Juzgado de 1ª Instancia nº19 de Madrid de 17 de marzo de 2016; Sentencia del Juzgado de 1ª Instancia nº3 de Oviedo de 4 de mayo de 2016; y muchas otras.

“(iii) (...) no puede considerarse que la compradora adquirió un riesgo propio de dicho mercado, sino que desde el inicio, se vio abocada a un perjuicio seguro o muy probable, por desconocimiento de la situación económico-contable real de la entidad emisora y vendedora de las acciones”; (iv) Bankia tiene también legitimación pasiva en su condición de emisora de las acciones, dado que, según el art. 27 del RD 1301/2005, la validez del folleto informativo por ella emitido era de doce meses, y por tanto, el contenido del mismo era válido hasta el 28 de junio de 2012, es decir, mucho después de las adquisiciones llevadas a cabo por Alforpe; (v) igualmente, su legitimación pasiva se deduce de su condición de intermediaria, ya que Alforpe adquirió las acciones directamente a través de la propia Bankia, por lo que ésta es responsable en realidad por un doble título contractual, como causante del defecto informativo y como agente intermediario de la operación”.

La Sala, por su parte no niega que el contrato pueda ser anulable por vicios del consentimiento, ni porque no exista el error en la prestación de este; sino que considera que Bankia no posee la legitimación pasiva pues no deja de ser un mero intermediario y no forma parte del contrato de compra. Una intervención por otra parte necesaria, siguiendo un procedimiento reglado. Por tanto, el recurso de casación es desestimado pues como considera la sala: *“el único motivo está mal formulado”.*

Además, el TS explica la necesidad de distintos agentes en las operaciones financieras en mercados secundarios oficiales como una obligación normativa y resalta que, pese a ello, el contrato de compraventa no deja de ser entre el vendedor y el comprador. La naturaleza de los valores hace necesaria la participación de intermediarios financieros, pues no se puede dar una entrega como tal; estas operaciones suelen realizarse en el estricto anonimato y sin relación directa entre las partes. Aun así, la sentencia reitera que, pese a ser necesarios por normativa específica *“no quiere decir que, a efectos obligacionales, tales entidades intermediarias y liquidadoras sean parte en el contrato de compraventa de las acciones, sino que dicho contrato debe realizarse con su intervención mediante la yuxtaposición de otras figuras jurídicas complementarias”.* La Sala determina que el nacimiento del contrato es entre comprador y vendedor; que será el legitimado pasivamente³² y no el comisionista, como

³² En virtud del artículo 10.1 de la Ley de Enjuiciamiento Civil: *“Serán considerados partes legítimas quienes comparezcan y actúen en juicio como titulares de la relación jurídica u objeto litigioso”.*

así lo recuerda el Tribunal por medio del artículo 247 del Código de Comercio que regula las relaciones entre el contratante y el comitente (dejando al margen al comisionista que contrata por cuenta ajena).

Por último, en la sentencia, el tribunal reconoce que, en ocasiones, cuando se trataba de productos financieros de carácter complejo, han flexibilizado la consideración de las entidades financieras como tenedoras de la legitimación pasiva en acciones de anulabilidad por error vicio del consentimiento pues no eran estrictamente meras intermediaciones. Algunos ejemplos de estas sentencias son: STS del 20 de julio n.º. 477/2017; la STS del 11 de enero n.º. 10/2019.

De tal manera, podemos concluir acorde a la sentencia que Bankia, ante inversores que acudieron al mercado secundario, solo podrá tener legitimación pasiva en aquellos casos en los que se reclame la acción de indemnización por daños y perjuicios fruto de un asesoramiento defectuoso o por inexactitud del folleto emitido, dentro de los doce primeros meses de vigencia del folleto informativo.

4.2 Inversor minorista y cualificado

Las ofertas públicas pueden estar dirigidas a tres tramos: el tramo para minoristas, el tramo profesional dirigido a inversores cualificados y por último el tramo para los empleados de la empresa.

En la LMV, se da una definición negativa de los clientes minoristas, recogiendo a todos aquellos que no se puedan considerar clientes profesionales. Ahora bien, ¿quiénes son profesionales? El artículo 205.1 considera a todos aquellos que “*se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos*”.

Dicha experiencia tendrá una repercusión a la hora de anular la compra de acciones ante falsedades o información inexacta, ya que se presume que tienen los conocimientos y los medios necesarios para interpretar adecuadamente la situación de una empresa o contrastar la realidad de la situación expuesta en el folleto informativo. Una clasificación que el

catedrático Tapia Hermida considera “relevante, en el mercado primario de valores, para graduar la intensidad informativa de los inversores”³³.

Una pericia que se le exige a los inversores y que también se desprende de la exención en la elaboración del folleto informativo en aquellos casos en los que la admisión a negociación de los valores va únicamente dirigida al tramo profesional³⁴.

En general, suele haber cierta influencia en la recepción de la compra de acciones por parte del tramo profesional, en la actitud de los pequeños inversores, resulta lógico pues los primeros tienen un conocimiento mayor, así como los recursos necesarios para valorar la operación.

Hasta el momento, nos encontrábamos ante inversor del tramo minorista; pero debemos conocer cuál es el tratamiento que reciben los inversores profesionales ante los casos de omisión de información, o falsedad de esta en los folletos informativos; y si gozarán de la misma protección que el tramo menos experimentado en el sector financiero.

El artículo 27 de la Directiva 2003/71 protege a los inversores indistintamente, sin explicitar quienes, garantizando que la información publicada sea fiable. Esto, pese a que como ya hemos mencionado se recoge la exención de la publicación de un folleto cuando la suscripción va dirigida íntegramente al tramo cualificado³⁵.

Para dilucidar esta cuestión, el Tribunal Supremo decidió plantear una cuestión de prejudicialidad ante el TJUE para la interpretación de los artículos 3 y 6 de la directiva que venimos mencionando. En este sentido, el TS elaboró la siguiente cuestión al respecto (entre otras), ¿la acción de responsabilidad por folleto en una suscripción mixta, ampara a ambos tramos o únicamente a los minoristas?

³³ Tapia Hermida, A.J. (2015). Manual de Derecho..., *Op. Cit.*, pp. 338-339.

³⁴ El artículo 35.2 a) TRLMV exime de la obligación de publicar el folleto informativo en aquellos casos en los que los destinatarios sean únicamente inversores cualificados. En el artículo 39 RD 1310/2005, de 4 de noviembre; el legislador engloba todas aquellos inversores que tienen un grado de experiencia suficiente como para ser considerados de carácter cualificado.

³⁵ Presente en el considerando 3, apartado 2º, de la Directiva 2003/71.

El Abogado General interpreta³⁶ que los principales objetivos de la presente directiva, de una forma sucinta, son la consecución de un mercado único (artículo 45) y la protección de sus inversores (artículo 16). De tal manera que, en aquellos casos en los que, aunque la directiva no obliga a la elaboración de un folleto, ésta lo publica de una forma voluntaria, nada hace pensar que no puedan beneficiarse todos los inversores. Una interpretación de los arts. 3 y 4³⁷, en conexión con el artículo 6³⁸; que determina que, sin excepciones, “*cuando exista un folleto, debe poder iniciarse una acción de responsabilidad civil basada en la inexactitud de dicho folleto, cualquiera que sea la condición del inversor que se considere perjudicado*”. Una interpretación positiva que de igual manera considerará el Sr. Richard De La Tour, en aquellas ofertas exclusivas para los inversores cualificados siempre que exista un folleto emitido de forma voluntaria por parte de la empresa.

³⁶ En las conclusiones del Abogado General Sr. Jean Richard De La Tour presentadas el 11 de febrero de 2021, Asunto C-910/19, (disponible en <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=237651&mode=req&pageIndex=1&dir=&occ=first&part=1&text=&doclang=ES&cid=4313059>).

³⁷ El artículo 3 exime la obligación de publicación del folleto en ofertas exclusivamente dirigidas a los inversores cualificados. El artículo 4 recoge la naturaleza de los valores que se emiten.

CAPÍTULO 2. PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORISTA. ANÁLISIS DE LOS REMEDIOS JURIDICO-PRIVADOS.

1. PROTECCIÓN DEL DESTINATARIO DEL FOLLETO POR PARTE DE LAS DISTINTAS NORMATIVAS

1.1 El inversor consumidor

1.1.1 Concepto

Vamos a analizar la posibilidad de concebir al inversor minoritario como consumidor de un producto financiero, lo que permitiría beneficiarse de la normativa protectora de consumidores y usuarios.

En una primera aproximación, podemos diferenciar la actividad de un minorista: aquella inversión destinada a obtener una rentabilidad, comprando títulos con una intención especulativa, mediante capital disponible que el inversor pueda tener. Por otro lado, encontramos aquella que se observa como un método de financiación o simplemente de destino de capital ahorrado; considerándose como una actividad de consumo, donde se olvida la finalidad lucrativa en sentido estricto. Estas últimas suelen ser llevadas a cabo a través de entidades financieras.

Aun así, no por el hecho de realizar la operación a través de un banco, nos encontramos ante un consumidor, puesto que suelen ser clientes con un bajo grado de conocimiento sobre los productos. De igual manera, que el inversor sea una persona física no implica automáticamente que nos encontremos ante un consumidor³⁹. Además, el Tribunal Supremo⁴⁰ ha considerado en los últimos años a entes sin personalidad jurídica como consumidores, especialmente en el ámbito de las comunidades de propietarios.

³⁹ Cfr. C. (2020, 13 abril). Delimitación del concepto de consumidor. Consumidor inversor. Sentencia TJUE de 2 de abril de 2020, Blog del Consumerista, (disponible en <https://www.rankia.com/blog/consumerista/4568826-delimitacion-concepto-consumidor-inversor-sentencia-tjue-2-abril-2020>).

⁴⁰ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala Primera, de lo Civil, Sección Pleno, nº 469/2019 de 17 Sep. 2019, Rec. 3743/2016.

Por tanto, en principio parece que nos encontramos ante un criterio de intencionalidad o de finalidad para poder distinguir si el inversor es un inversor propiamente dicho, o si gozará de la condición de consumidor.

Esta es una aproximación un tanto vaga, veamos que, es lo que dicen las principales fuentes del derecho al respecto.

1.1.2 Consideración legal

Nos interesa saber que se entiende por “consumidor”, y en qué casos podemos aplicar su regulación, ya que será más protectora y beneficiosa para el mismo.

El Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios⁴¹ define a los consumidores y usuarios en su artículo 3 como aquellas personas físicas, “*que actúen con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión.*”

Son también consumidores a efectos de esta norma las personas jurídicas y las entidades sin personalidad jurídica que actúen sin ánimo de lucro en un ámbito ajeno a una actividad comercial o empresarial”.

Bajo esta definición de consumidor que despierta distintas opiniones, algunos autores de la doctrina entienden que es posible recoger dentro de ella a los inversores minoristas, como es el caso de CAMARA LAPUENTE⁴² entre otros, dado que los inversores minoristas suelen ser particulares cuya actividad profesional dista mucho de dicha actividad. Por el contrario, encontramos autores disidentes dentro de la doctrina. A modo de ejemplo, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO⁴³ se encuentra entre aquellos que no comparten esta postura.

En la jurisprudencia encontramos la aplicación de criterios distintos por parte del mismo tribunal; en este sentido encontramos dos ejemplos que muestran la dificultad de establecer un criterio de carácter absoluto:

⁴¹ Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias. En el ámbito comunitario los consumidores y usuarios encuentran protección en la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.

⁴² Cámara Lapuente, S., “El concepto legal de consumidor en el Derecho privado europeo y en el Derecho español: aspectos controvertidos o no resueltos”, Cuadernos de Derecho Transnacional (Marzo, 2011), Vol. 3, núm. 1, pp. 84-117, pp. 94-95

⁴³ Bercovitz Rodríguez-Cano, R. (Coord.), Comentario del Texto Refundido de la Ley de Consumidores y Usuarios y otras Leyes complementarias, Thomson, 2009, pp. 86-99, p. 32.

1) en la STS de la Sala de lo Civil del 13 de junio, nº 2193/2018 tiene como fundamentos de hecho un contrato de préstamo con garantía hipotecaria con el Banco Popular. La adquisición del inmueble no tenía como destino el uso como vivienda principal, si no que era alquilada a terceros por temporadas. Además, el inversor no se dedicaba profesionalmente al arrendamiento de inmuebles.

La Audiencia Provincial estimaba el recurso de apelación y rechazaba la nulidad de la condición general de contratación controvertida⁴⁴, declarada en primera instancia; no podía considerar al individuo como consumidor, poniendo énfasis en que la finalidad lucrativa no podía ser considerada como una actividad propia de consumo, sino más bien como estrictamente de inversión.

El Tribunal Supremo por su parte, hacía referencia al hecho de que el destino de la vivienda fuese su alquiler, no implicaba que estuviese dentro de las operaciones o actividades empresariales del individuo. Por tanto, no hacía tanto hincapié en la finalidad lucrativa, si no en que dicha operación estuviese fuera del desempeño de su actividad laboral.

A diferencia de las personas jurídicas, el ánimo de lucro no parece determinante para establecer la cualidad legal de consumidor. Por tanto, la sentencia de la AP resulta contraria a la jurisprudencia del TS.

2) Por otro lado, encontramos que, en el mismo año, el mismo tribunal⁴⁵, fallaba en sentido contrario en un caso parecido. Banco Banif, actualmente el banco Santander, interponía un recurso extraordinario por infracción procesal frente a la sentencia de la AP de Granada (sección 3ª) de 18 de septiembre de 2015, alegando la falta de legitimación activa por parte de Auge⁴⁶.

La interposición del mencionado recurso tiene su origen en la declaración de nulidad de diez operaciones con productos financieros: bonos y acciones cotizadas en bolsa. Una nulidad fundamentada en el consentimiento viciado de los demandantes que fueron asesorados por el banco ya que carecían del conocimiento necesario de los productos y sus riesgos; siendo desestimados por tanto las excepciones de falta de legitimación activa por parte de la asociación de consumidores.

⁴⁴ Cláusula suelo de la hipoteca.

⁴⁵ Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de noviembre, nº 656/2018.

⁴⁶ Asociación de Consumidores y Usuarios de Banca y Mercado de Valores.

La sala civil de TS alega que el RD 1507/2000, de 1 de septiembre en su anexo primero recoge los servicios bancarios como “productos y servicios de uso o consumo común, ordinario y generalizado”⁴⁷ que gozan de una legitimación especial conforme al artículo 11.1 LEC.

Sin embargo, unas operaciones por valor estimado de 4 millones de euros en 10 productos financieros, algunos de ellos de carácter complejo; hacían que el tribunal se decantara por el importe y el carácter especulativo como elementos esenciales y diferenciadores para considerar que no era el caso de un uso común, ordinario y generalizado.

3) En esta misma línea, y en el último año, la sentencia del TS del 27 de octubre, nº 3462/2020, rechazaba de oficio la legitimación activa de una asociación de consumidores para representar a dos socios contratantes de productos financieros complejos, bajo el mismo fundamento: **los productos no eran de un uso común, ordinario y generalizado.**

Las sentencias aquí expuestas muestran la problemática del asunto, pese a alcanzar resultados parecidos (la desestimación de la cualidad legal de consumidor en dos operaciones financieras), tienen **fundamentos distintos**: la primera se centra en la actividad laboral del inversor, mientras que las dos últimas valoran la magnitud y características esenciales de la inversión dejando a un lado el primer criterio mencionado.

El consumidor tradicionalmente se ha caracterizado por ser el propio destinatario de la adquisición de los productos y servicios. Una definición que contrasta frontalmente con el ánimo de lucro y la búsqueda de obtención de beneficios económicos. Ahora bien, algunos autores y parte de la doctrina europea, entre ellos PEREZ-CABALLERO⁴⁸, consideran que esto debe modularse en cierto aspecto, ya que en determinados casos aun estando presente dicha intención lucrativa, no debe rechazarse la consideración de consumidor.

⁴⁷ También es recogido en el artículo 9 del Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

⁴⁸ Pérez-Caballero, P, “El consumidor que actúa con ánimo de lucro”, Actualidad Jurídica Aranzadi num. 927/2017.

Una consideración apoyada por la normativa general de protección de los consumidores y usuarios que define el concepto de consumidor y permite interpretarlo en un sentido menos restrictivo. A su vez, el autor recoge la STS de 16 de enero, nº 16/2017 la cual no considera excluyente el lucro con el concepto de consumidor. De igual manera, esta inclusión del lucro en la concepción de consumidor encuentra su límite en la reiteración y periodicidad de la actividad, lo que lo aproximaría al concepto de empresario recogido en el Código de Comercio. Una sentencia que no fue aprobada de forma unánime⁴⁹, y que hace dudar a Pérez-Caballero, el cual no descarta que el voto discrepante se acabe asentando como interpretación correcta en los próximos años.

En el ámbito comunitario, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea se ha pronunciado al respecto en una cuestión de prejudicialidad acerca de la compatibilidad de la Directiva 93/13 sobre cláusulas impuesta a consumidores y la normativa MiFID. En este sentido, ha dictaminado que ciertos matices como un elevado volumen de operaciones en un lapso corto de tiempo, grandes cuantías invertidas, o la calificación de “cliente minorista”; carecen de pertinencia y no son concluyentes para la calificación final de consumidor que debe llevar a cabo el órgano jurisdiccional como así reconoce el fallo de la STJUE (Sala quinta) de 2 de abril de 2020, C-500/18 ⁵⁰.

1.1.3 Conclusión acerca consideración del consumidor-inversor

Como regla general, pese a que la identidad no es plena, consideraremos que el inversor minorista acudirá a la oferta con la condición de consumidor. Por ende, será de aplicación la normativa específica del Mercado de Valores, aplicándose en su defecto los principios generales en materia de protección del consumidor⁵¹, ya que los inversores no dejan de

⁴⁹ Encontramos al magistrado Excmo. Sr. D. Antonio Salas Carceller como parte de la doctrina que discrepa y recuerda que el consumidor es aquel que interviene con fines privados y que contrata siempre como destinatario final.

⁵⁰ “El artículo 17, apartado 1, del Reglamento (UE) nº 1215/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2012, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, debe interpretarse en el sentido de que una persona física que, en virtud de un contrato como un contrato financiero por diferencias celebrado con una sociedad financiera, efectúa operaciones financieras a través de la referida sociedad puede ser calificada de «consumidor», en el sentido de dicha disposición, si la celebración del citado contrato no forma parte de la actividad profesional de esa persona, circunstancia que corresponde comprobar al órgano jurisdiccional remitente”

⁵¹ De Carlos Bertrán, L., Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables, Civitas, 1998, p. 134.

presentar particularidades que distan de otros casos en los que también se ven involucrados los consumidores.

1.1.4 Finalidad mixta en la inversión

Especial atención despiertan aquellos casos en los que encontramos una finalidad mixta en la inversión, dónde el tribunal debe determinar cuál es el criterio predominante de la naturaleza de dicha inversión. En este sentido, la STS de la Sala Primera, de lo Civil de 5 abril, nº 224/2017, se aleja de criterios cuantitativos, optando por valorar las circunstancias y siendo en última instancia favorable la consideración de consumidor cuando no sea claro el predominio del objeto profesional. El tribunal se basa en la Directiva 2011/83/UE de 25 de octubre de 2011 sobre los derechos de los consumidores, ya que en nuestro ordenamiento no encontramos norma expresa al respecto.

1.2 El deber de información y la falta de veracidad

El principio de transparencia informativa, conocido como *full disclosure* en el derecho anglosajón es uno de los principios básicos que genera obligaciones a las empresas para la consecución de los objetivos de protección de inversores y de los mercados. Entre estas obligaciones encontramos la del deber de informar y en torno a la cual se centra el estudio. Un deber de informar de carácter obligatorio que permite generar confianza y unificar criterios⁵²; y que no podría ser conseguida si esta información fuese compartida de manera voluntaria como así lo consideran algunos autores⁵³.

Recogemos por tanto en los siguientes apartados las obligaciones de información que el emisor, que en este caso coincide con el vendedor, tiene acerca de la naturaleza del producto ofertado y los riesgos inherentes a la empresa y a lo que la inversión implica.

La LMV vio su última modificación en 2018, por el RD 14/2018 con motivo de la transposición de la normativa europea MIFID II⁵⁴ (Directiva 2014/65/EU). Encontramos en los artículos 209 y ss. los deberes de información tanto antes de la prestación del servicio

⁵² La obligatoriedad unifica criterios y permite comparar las distintas opciones de inversión a los particulares. Cfr. Grundmann, S., *European company law: organization, finance and capital markets*, Intersentia, 2007, p.404.

⁵³ Ferran, E., *Building an EU securities market*, Cambridge University Press, 2004, p. 38.

⁵⁴ Relativa a los mercados de instrumentos financieros. Entre sus objetivos se encuentran mejorar la transparencia y supervisión de los mercados, o la protección del inversor.

como posteriormente obligaciones periódicas de información del servicio que se ha llevado a cabo.

Los clientes serán clasificados en el artículo 203 y siguientes, recogiendo en el 205 a aquellos que se les podrá considerar de carácter profesional remarcando que tendrán un mayor conocimiento, experiencia y en definitiva estarán más cualificados que los minoristas para valorar decisiones de inversión. En el 208, se abren las principales obligaciones de diligencia y transparencia en su actuación que se concretan en los posteriores artículos con los deberes de información.

Además, la normativa prescribe la obligación de conocer a los clientes y de realizar una prueba de **idoneidad y conveniencia** siempre que la iniciativa surja del potencial cliente (art. 216 b.)), todo ello con arreglo a lo expuesto en los arts. 54 a 57 del Reglamento Delegado (UE) nº. 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016.

Una protección que es completada tanto por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión; como por la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España, sobre normas de información financiera pública reservada y modelos de estados financieros. En el artículo 64.1 del RD obliga a los emisores a proporcionar una descripción de la naturaleza y los riesgos de la inversión.

La CNMV por su parte ha llevado a cabo diversas recomendaciones y comunicados:

i) Reclamaba a las entidades que actuaran velando por el interés no solo suyo, si no también pensando en sus clientes y en el beneficio de éstos, exigiendo por tanto una actuación imparcial. Esta obligación se encuentra en una Carta de 10 de junio de 2005 que recogía la manera en la que debía realizarse la colocación de valores a largo plazo emitidos por entidades financieras y dirigidos al tramo minorista.

ii) En 2009, emitía unas condiciones de comercialización de los instrumentos financieros de mercados de valores para la consecución de los objetivos de MIFID. Acorde al RD 217/2008, la información proporcionada requiere de *“una explicación de las características y de los riesgos inherentes a los instrumentos financieros de una manera suficientemente detallada para*

permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas” Además, las labores comerciales no eximen o sustituyen a esta obligación de informar.

iii) En la Guía de actuación para el análisis de la conveniencia e idoneidad de 2010, se remite a la Comisión Europea en “*Your questions on Mifid*” pregunta número 72, En ella, se determina que la existencia de una conversación entre cliente y entidad, o incluso aquellos caso que aunque el contacto previo sea del cliente, pero la entidad realice una labor de comercialización de un producto concreto que incite a la inversión; son concluyentes para determinar que la entidad es quien tomó lo iniciativa. Termina descartando la probabilidad de que los inversores actúen por cuenta propia ante operaciones financiera de este calibre en las que se opera en un lapso espacio de tiempo y de una forma masiva.

iv) Por último, en la Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión del 23 de diciembre de 2010, reconoce como asesoramiento no solo aquel como de carácter personalizado, sino que también habla de aquel “asesoramiento puntual o venta asesorada”. Este último implica una serie de recomendaciones de manera esporádica al cliente.

1.3 Remedios jurídico-privados que el ordenamiento concede al protagonista⁵⁵.

En el deber de información encontramos dos tipos de incumplimiento: la de carácter contractual del folleto (la oferta en sí misma) que derivará en la acción de responsabilidad contractual; y en las inexactitudes u omisiones de la información contenida en el folleto acerca de la situación económico-financiera. Esta última, que es la que queremos analizar, encontrará dos vías principales de protección: mediante el Derecho común, o mediante el Derecho especial que permite llevar a cabo la acción de responsabilidad derivada del folleto y contenida en la LMV.

⁵⁵ Recordemos que nuestro protagonista es el inversor minoritario que acude al mercado primario. Sin perjuicio de que estudiemos otro tipo de protagonistas al finalizar el análisis.

2. NORMATIVA COMÚN: ERROR VICIO DEL CONSENTIMIENTO

2.1 Introducción

En los últimos años, no ha sido nada infrecuente encontrar sentencias estimando vicios en el consentimiento otorgado en la contratación de productos financieros complejos. Todos estos casos encuentran el origen común en la ineficacia por parte de la entidad financiera para corregir la asimetría informativa previa, al tiempo de contratar. De esta manera, incumplen las obligaciones de transparencia e información fruto de una información engañosa o simplemente por la omisión de esta. En estos casos resulta determinante la condición del particular y el grado de experiencia para concluir si además era un error que el particular podría haber evitado haciendo uso de una diligencia acorde a lo que se podría exigir. A esta condición del particular, se le añade la complejidad de los productos financieros en las sentencias mencionadas, no así en el caso que nos ocupa, que toman relevancia para la concurrencia de un consentimiento viciado⁵⁶.

Como hemos dicho no hablamos de un producto ni un contrato complejos, por lo que el inversor minorista no podrá reclamar que no tenía conocimiento de este o que no era consciente que era un valor que cotiza y que, como tal, está sujeto a fluctuaciones de mercado.

2.2 Régimen legal del error como vicio del consentimiento y sus requisitos

En virtud del artículo 1300 CC se faculta al inversor para entablar la acción de nulidad por vicios del consentimiento. En este caso que nos concierne, hablamos de inexactitudes u omisiones en el folleto que claramente vician el consentimiento del particular al tiempo de contratar, un consentimiento que será nulo pues concurre error⁵⁷, dándose un defecto de información precontractual. Ahora bien, a tenor del artículo 1266 CC y la doctrina jurisprudencial con el paso de los años, deben cumplirse una serie de requisitos para que verdaderamente el error invalide el consentimiento. Así pues, debe cumplirse: i) que el error sea **esencial y grave**, que recaiga sobre el objeto o sobre una condición determinante para su

⁵⁶ Miramón Durá, R., Martín Pastor, J., La anulación por vicios del consentimiento de los contratos de suscripción derivados de la OPS de Bankia de 2011. Descripción del supuesto de hecho y Comentario de las Sentencias del Tribunal Supremo núms. 23/2016 y 24/2016 (Pleno de la Sala 1ª), de 3 de febrero de 2016 (RJ 2016, 2 y 2016, 1), 2016, Editorial Aranzadi, S.A.U., Revista de Derecho Bancario y Bursátil num.142/2016, p. 27.

⁵⁷ Artículo 1265 CC: “Será nulo el consentimiento prestado por error, violencia, intimidación o dolo”. También se podría esgrimir que concurre dolo, pero es de una gran dificultad probatoria para el pequeño inversor probar el *animus decipiendi*.

celebración; ii) que sea **excusable**⁵⁸, siendo por tanto no atribuible a quién sufre el error; iii) debe existir además un **nexo causal** entre la información que produce el error y la decisión de invertir; iv) que sea **imputable** a la otra parte (aunque sin mediar intencionalidad pues hablaríamos de actitud dolosa).

En estos casos, estamos hablando de una información determinante para la suscripción de las acciones. El hecho de hablar de inversores minoristas llevando a cabo una actividad de consumo o incluso de ahorro, es relevante para considerar como inductor de error toda información que refleje (de manera engañosa y errónea) una situación económica saneada de la empresa, con beneficios o incluso con la promesa de reparto de dividendos; que lo hacen ver en definitiva como una inversión que genera confianza, y segura para las necesidades de los inversores minoritarios.

En esta representación de la sociedad como una entidad segura, tienen un papel importante los **comerciales y empleados de la entidad colocadora** (en este caso coincide con el propio emisor), ya sea concededor de la situación real de la entidad, o igualmente engañado por los propios mandatarios de la sociedad que transmiten una imagen solvente.

El error es **esencial** en tanto en cuanto la inexactitud en la información proporcionada produce un error en el valor real de los valores ofertados. El error sobre el valor de un objeto del contrato es irrelevante a menos que se derive de un error previo sobre el propio objeto en sí mismo⁵⁹.

Las omisiones o falsedades en el folleto informativo producen el efecto contrario a la finalidad del folleto (ya mencionado anteriormente), generando una falsa seguridad sobre un activo altamente arriesgado. Por ello, el folleto no solo no protege, sino que agrava la situación de indefensión por parte del particular que encontraba en el folleto el único medio sobre el que sustentar la decisión de invertir. Por lo general, salvo casos excepcionales, el **error será excusable** pues los inversores minoristas no podrán colmar estos errores de información provocados por el emisor dado que carecen de conocimiento, de experiencia y

⁵⁸ Doctrina del TS que requiere que sea excusable, no siendo atribuible a una actitud negligente por la parte demandante. Un requisito de creación jurisprudencial que nace de la auto-responsabilidad y la buena fe.

⁵⁹ Díez Picazo, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, I, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, p. 217

de medios distintos del contenido del propio folleto, como así podrían tener otros como por ejemplo los inversores cualificados.

La Sentencia del TS 23/2016 de 3 de febrero⁶⁰ referente al caso de la OPS de Bankia, recoge el problema en cuestión⁶¹: no es la complejidad en sí misma, si no el juicio erróneo que el particular hace sobre una inversión a colación de la “representación equivocada de la solvencia de la empresa”, encubriendo así una inversión de altísimo riesgo, como un producto seguro para pequeños inversores.

Los minoristas como hemos reiterado ya en infinidad de ocasiones, por lo general buscan activos seguros en los que invertir parte de sus ahorros, esperando obtener una pequeña rentabilidad, en vez de tener “parado” cierto capital disponible. Por tanto, la obtención de beneficios o incluso la expectativa del reparto de dividendos resultan ser un buen reclamo para este tipo de inversores⁶². En esta línea la STS 23/2016 considera probado el **nexo causal** entre el error y la causa de contratación pues: i) el folleto publica una falsa representación de solvencia y de obtención de beneficios cuando realmente existen pérdidas millonarias; ii) son datos esenciales para la contratación ya que el objetivo de un minorista es obtener una rentabilidad vía dividendos; iii) resulta excusable pues es el emisor quien confecciona el folleto y así como la ulterior supervisión que la CNMV lleva a cabo otorgando confianza y seguridad; iv) “el nexo de causalidad era evidente, puesto que justamente el folleto se publica para que los potenciales inversores tomen su decisión, incluso aunque no lo hayan leído...”

Por último, hay que matizar que no siempre encontramos la nulidad como solución dado que es posible la rebaja del precio en aquellos casos en los que el error es del tipo incidental, reconocido por la doctrina y la jurisprudencia pese a que la ley no lo mencione. El error es excusable e imputable a la información proporcionada por el emisor, que te lleva a pagar más

⁶⁰ Ver STS 24/2016 de 3 de febrero, tratando de sentar jurisprudencia claramente en el mismo sentido.

⁶¹ “Lo determinante es que los adquirentes de las acciones ofertadas por el banco, se hacen una representación equivocada de la solvencia de la entidad y, consecuentemente, de la posible rentabilidad de su inversión, y se encuentran con que realmente han adquirido valores de una entidad al borde de la insolvencia, con unas pérdidas multimillonarias no confesadas (al contrario, se afirmaba la existencia de beneficios) y que tiene que recurrir a la inyección de una elevadísima cantidad de dinero público para su subsistencia; de donde proviene su error excusable en la suscripción de las acciones, que vició su consentimiento”.

⁶² Miramón Durá, R., Martín Pastor, J., *La anulación por vicios del consentimiento...*, Op. Cit., pp. 30-31.

de lo que habrías pagado de no tener esa información. La solución por tanto será la adaptación recogida en el artículo 1270 CC.

3. NORMATIVA ESPECIAL: RESPONSABILIDAD POR EL CONTENIDO DEL FOLLETO

3.1 Introducción

La responsabilidad civil del folleto se encuentra al servicio del cumplimiento de la transparencia informativa para colmar una vez más las asimetrías informativas que se dan en los mercados de valores. Su existencia se debe a la función resarcitoria para el inversor, y a la función normativa o preventiva respecto al mercado⁶³.

3.2 Régimen legal de la responsabilidad civil derivada del folleto

El origen normativo de esta responsabilidad lo recoge la Directiva europea de folletos⁶⁴. El artículo 11.2 reza lo siguiente: “*Los Estados miembros se asegurarán de que sus disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad civil se aplican a las personas responsables de la información contenida en el folleto*”. La directiva abre cierta libertad discrecional respetando ciertas salvedades⁶⁵, siendo de aplicación por tanto las normas de responsabilidad civil estatales previstas en cada caso, para aquellos que incumplan los deberes de información del folleto.

La trasposición de la directiva se encuentra en la legislación especial de la LMV, art. 38; y en el Capítulo IV del RD 1310/2005. Sin embargo, será necesaria la legislación común para colmar aquellos aspectos que estos no den respuesta, adecuándose a los objetivos de la especialidad.

⁶³ Valmaña Ochaíta, M, La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones, Wolters Kluwer, Madrid, 2006, p. 141.

⁶⁴ Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

⁶⁵ A excepción de las personas susceptibles de ser responsables (art. 11.1) y la exención de la responsabilidad de la nota de síntesis salvo que sea engañosa (art. 11.3).

3.3 Requisitos para la determinación de la responsabilidad

Los presupuestos objetivos de la responsabilidad serán exigibles a todos los responsables⁶⁶. Para que se de la responsabilidad es necesario que exista: i) un **acto ilícito** como la información engañosa; ii) un **daño** en el particular; iii) un **nexo causal** entre el daño sufrido por el particular y la actuación por parte de la sociedad. Además, se requiere que exista un presupuesto subjetivo de la responsabilidad imputándose por tanto al sujeto obligado.

i) Acto ilícito

El artículo 38.3 TRLMV⁶⁷ prescribe la responsabilidad por los daños ocasionado por “las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto”. El término “falsa” puede dar lugar a duda acerca de los casos negligente, sin embargo, parte de la doctrina entiende que no resulta necesaria la intencionalidad pues desvirtuaría la finalidad protectora y atentaría contra el derecho comparado⁶⁸.

Respecto a la carga de la prueba, ante silencio normativo, se presume que se encontrará del lado del inversor, así como atestiguar la relevancia⁶⁹. GRIMALDOS GARCÍA entre otros⁷⁰, considera que, para poder reconocer la actuación como ilícita, la información inexacta u omitida debe ser esencial y de tal magnitud que puedan afectar a la toma de decisiones y al precio de los valores.

Hay inexactitudes cuando no se reproduce una “imagen fiel” de la compañía. Pero como reconoce IRIBARREN BLANCO, no es indispensable que exista información falsa, sino que es suficiente con la omisión de información debida⁷¹.

⁶⁶ Grimaldos García, M. I., Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables, tirant lo blanch, 2001, p.107; Valmaña Ochaíta, M. La responsabilidad civil..., *Op. cit.*, p. 339.

⁶⁷ De igual manera lo recoge el artículo 36 del RD 1310/2005, añadiendo como salvedad la rectificación previa al momento de adquisición.

⁶⁸ Valmaña Ochaíta, M, La responsabilidad civil..., *Op. cit.*, p.343; pp.335-336.

⁶⁹ De Carlos Bertrán, L. Régimen jurídico..., cit., p.448; López Martínez, M., La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas de valores, Civitas, 2003, p. 210.

⁷⁰ Vid. Grimaldos García, M.I., Responsabilidad..., *Op. cit.*, pp. 216-129; López Martínez, M., La responsabilidad..., *Op. cit.* pp. 200-202; Valmaña Ochaíta, M., La responsabilidad..., *Op. cit.* pp. 343-346

⁷¹ Iribarren Blanco, M., Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas, La Ley, 2008. Pág. 83

Además, el término de imagen fiel no tiene una dimensión estática como representación fotográfica de la contabilidad de la sociedad, si no que acorde a VICENT CHULIÁ debe tener una perspectiva de futuro con previsiones y estimaciones futuras basadas en la experiencia⁷², esta información recibe el nombre de *soft information*. Estas últimas conjeturas deben ser razonables, prudentes y dentro de lo esperado a tenor de la situación de la entidad.

ii) Daño particular:

Tras llevarse a cabo la oferta, se revela que la información y los términos en los que fue llevada a cabo, eran defectuosos. Es decir, el daño se confirma más tarde, cuando posterior a la finalización de la oferta, se hace público la situación real de la empresa. En consecuencia, se produce la constatación del daño pues hay una regulación natural en el mercado con la automática depreciación de los valores suscritos, produciéndose un daño patrimonial. Un daño que será equivalente a la diferencia entre el valor actual, y el valor de no haberse producido el hecho ilícito⁷³.

iii) Nexo causal:

IRIBARREN BLANCO considera que para la consideración del daño debe concurrir “la demostración de que dicho sujeto conoció y confió en el contenido de la información”⁷⁴ ahora bien, reconoce la dificultad de prueba debido a la necesidad probatoria de un elemento psicológico. La cuestión por tanto acerca de a quién corresponde la carga de la prueba, no ha sido recogida por parte de la normativa específica por lo que se acude a las reglas generales de responsabilidad extracontractual⁷⁵ para colmar dicha laguna, en donde se le atribuye al inversor la actividad probatoria.

Ahora bien, si atendemos a los principios que informan el Derecho del Mercado de Valores, la finalidad del propio folleto y la condición de inversor minorista considerando por lo general, que el folleto es su única fuente de información y decisión; entendemos

⁷² Vicent Chuliá, F., “Las Cuentas Anuales de la Sociedad Anónima” (en “Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles” Tomo VIII, Vol. I), Civitas, 2000. Pág. 182.

⁷³ Valmaña Ochaíta, M, La responsabilidad civil..., *Op. cit.*, p. 369.

⁷⁴ Iribarren Blanco, Miguel: “Responsabilidad civil...”, *Op. cit.*, p.117-118.

⁷⁵ Sánchez-Calero Guilarte, J., Las ofertas públicas de venta de acciones en AAVV, Derecho de Sociedades Anónimas, Civitas, 1994, pp. 1322-1323.

que debería ser una presunción *iuris tantum* de causalidad en tanto en cuanto haya inexactitudes fehacientes. La doctrina parece estar de acuerdo en que la mera probación de las inexactitudes debe ser suficiente para presumir que la causalidad ha sido probada, invirtiendo por tanto la carga de la prueba⁷⁶.

Aun así, resultaría fácilmente probable la causalidad mediante la teoría de la equivalencia de las condiciones, de tal manera que encontramos que las inexactitudes son causa *sine qua non* se habría invertido, pues de haber conocido la difícil situación de la empresa, y en algunos casos la presumible insolvencia, no se habría llevado a cabo la adquisición.

Por otro lado, debemos atender a los presupuestos de imputación subjetivos. En este sentido, encontramos a aquellos susceptibles de ser responsables en el artículo 38 de la TRLMV: el emisor; el oferente o aquel que solicita a admisión; los administradores; el garante; la entidad directora; aquellos que asuman responsabilidades y queden recogidos en el propio folleto con nombre y apellidos.

La culpabilidad es el criterio de imputación de la responsabilidad, se presume la culpa para los sujetos mencionados *supra*, que por tanto serán los que deban demostrar que actuaron con la debida diligencia. Esta corriente era la que venía reconociendo la doctrina⁷⁷, consumándose con la redacción del artículo 37 del RD 1310/2005 que exonera a todo aquel que pudiera demostrar que actuó con la debida diligencia. La diligencia hablamos de la que se le debe exigir a un profesional, por tanto, en la práctica los requisitos son mayores, reduciendo las causas de exoneración. En este sentido, el derecho comparado opera bajo el mismo nivel de protección del inversor, salvo en el derecho estadounidense dónde la exoneración solo es posible si se prueba que el inversor tenía conocimiento acerca de la inexactitud al tiempo de contratar⁷⁸.

⁷⁶ De Carlos Bertrán, L., Régimen jurídico..., *Op. Cit.*, p. 447; Tapia Sánchez, M.R., “Consecuencias civiles por inexactitudes u omisiones del folleto informativo de OPA/OPS”, RDBB, núm. 92, 2003, p.83.

⁷⁷ Vid. Valmaña Ochaíta, M., La responsabilidad..., *Op. Cit.* p.338; De Carlos Bertrán, L., Régimen jurídico..., *Op. Cit.*, p. 447.

⁷⁸ Loss, L.;Seligman. J., *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen, 1988, p. 57.

4. COMPARACIÓN Y PROBLEMAS QUE PRESENTAN AMBOS REMEDIOS

La corriente general en nuestra jurisprudencia resulta ser la estimación de la pretensión de la responsabilidad por vicio del consentimiento, esto lo hemos visto en las sentencias respecto al caso Bankia; todo ello pese a una aparente mejor adecuación al supuesto de hecho por parte de la normativa recogida en la LMV. Esto encuentra su origen en la tendencia a la articulación como pretensión principal la acción por vicios del consentimiento, relegando a la pretensión subsidiaria en la mayoría de los casos la responsabilidad por el folleto informativo.

En segundo lugar, los demandantes son más propensos a la acción de anulación por vicio del consentimiento debido a la duración de 4 años según el artículo 1301 del CC; mientras que la acción de responsabilidad del folleto recogida en el artículo 38 TRLMV tiene un plazo fijado de tres años desde la constatación de que la información emitida en el folleto era falsa.

4.1 Problemática de la restitución por los vicios del consentimiento

La principal controversia existente es la naturaleza de las acciones sometidas al régimen especial de la Ley de Sociedad de Capital. La responsabilidad del error por vicios del consentimiento implica la nulidad contractual ex artículos 1301 y 1303 del CC. Ello implica la restitución de las cosas objeto del contrato con sus frutos y los intereses. Anular la suscripción de las acciones puede implicar anular el aumento de capital con las consecuencias que pueden derivarse para la sociedad y para terceras personas.

El TS en las sentencias del 3 de febrero de 2016 hace el siguiente análisis de esta posición: *“Es cierto que **un sector muy destacado de la doctrina comunitaria y nacional, así como diversas resoluciones de Audiencias Provinciales, consideran que anular el contrato de suscripción de acciones supone, de facto, anular el aumento de capital. Para ello, parten de la base de que la doctrina de la sociedad nula o de hecho** ⁷⁹es también aplicable a los aumentos de capital, por lo que la anulación de una suscripción de acciones por vicios del consentimiento sería contradictoria con dicha doctrina, plasmada legislativamente en el art.*

⁷⁹ Aquella sociedad cuyo contrato de constitución se encuentra viciado, de tal forma que no es subsanable ni se puede convalidar. *Vid.* Alonso Espinosa, F.J., Introducción a la teoría general del Derecho Español de Sociedades, 2011, pp.29-31.

56 LSC. Y sostienen, por tanto, que **habría que acudir exclusivamente a la responsabilidad por daños y perjuicios prevista en las normas sobre el folleto** (arts. 28.3 LMV —actual art. 38.3 del Texto Refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 — y 36 RD 1310/2005) y no cabría una acción de nulidad por vicios del consentimiento”.

Encontramos por tanto a aquellos que rechazan resolver en base a los vicios del consentimiento pues el artículo 56 de la LSC que establece las causas *numerus clausus* que anulan el contrato de sociedad, no recoge la anulación por vicios del consentimiento por lo que por analogía tampoco anulará el aumento de capital⁸⁰.

Sin embargo, el Supremo alega por una falta de coordinación entre ambas normativas: la societaria y la normativa de valores; las cuales encuentran su origen en la normativa comunitaria y las Directivas. La falta de coordinación se colma con la doctrina sentada por el TJUE en la sentencia de 19 de diciembre de 2013 (asunto C-174/12) afirmando la **preeminencia como *lex specialis* de las normas del mercado de valores** sobre las normas de protección del capital social. Se considera al demandante como un tercero cuya pretensión no tiene *causa societatis* y eso permite contraer deudas de resarcimiento pues no aplican las normas de prohibición de devolución de aportaciones sociales. El Tribunal de Justicia parece permitir por tanto la posibilidad de la nulidad contractual por vicio del consentimiento con efectos *ex tunc*.

La doctrina⁸¹ considera que la anulación de los contratos suscritos genera un perjuicio en el mercado importante, por lo que consideran más oportuno mantener la validez y llevar a cabo el resarcimiento de los daños por medio de la vía indemnizatoria.

Es más, el Tribunal Supremo ha esquivado los efectos de la nulidad estableciendo que se produzca una reducción de capital y que permita devolver las aportaciones a aquellos que suscribieron. Mientras que la nulidad se debe llevar a cabo por la liquidación y el pago de las

⁸⁰ Comentario de Alfaro, J., Las sentencias Bankia del Tribunal Supremo, 2016 3 de febrero, Almacén de Derecho, (obtenido de <https://almacenederecho.org/las-sentencias-bankia-del-tribunal-supremo>).

⁸¹ Vid. Ibáñez Jiménez, J. W., La contratación en el Mercado de Valores, en Tratado de Derecho Mercantil, núm. 34, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2001, p. 134; López Martínez, M., La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las Ofertas Públicas de Suscripción, Thomson-Civitas, Madrid, 2003, pp. 181-182

deudas con los acreedores sociales, y posteriormente se procedería a la liquidación con los accionistas.

Son muchos los autores que abogan por la responsabilidad del folleto pues las consecuencias son las mismas para el inversor, y sin embargo no tienen consecuencias perturbadoras para el mercado⁸²: se procedería a la indemnización por la diferencia entre el precio pagado y el precio de cotización en el momento de la sentencia, conservando las acciones si así lo desea. IRIBARREN⁸³ en este sentido considera que es la mejor solución pues no altera a los mercados, no afecta al aumento de capital y lo más importante: la indemnización deja a los inversores en una situación equivalente dado que podrán vender fácilmente las acciones. Es más, añade que, desde el punto de vista de los perjudicados, la responsabilidad del folleto extiende la responsabilidad a los administradores lo que facilitará el cobro de sus indemnizaciones.

Ahora bien, el principio dispositivo marca la congruencia entre las pretensiones de las partes y el fallo del Tribunal. En este sentido, debemos tomar de ejemplo las dos STS del 3 de febrero de 2016 el demandante únicamente ejercita la acción de anulación por vicios del consentimiento, lo que en cierto modo limita y conduce al Tribunal a estimar la acción de anulación dado que el TJUE así lo permite, pese a que exponga que lo recomendable sería la responsabilidad del folleto.

4.2 Problemática de la actividad probatoria del nexo causal

Uno de los presupuestos objetivos para reconocer la responsabilidad es el nexo causal, entendido como la demostración de que el inversor confió en la información contenida en el folleto para su inversión. Como hemos mencionado anteriormente, la doctrina está de acuerdo en que la existencia de inexactitudes es suficiente para presumir que la causalidad ha sido probada, invirtiendo por tanto la carga de la prueba.

⁸² *Vid.* Más sobre la responsabilidad por folleto y las normas sobre integridad del capital, 2014, 25 de febrero, Derecho Mercantil España, (obtenido de <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2014/02/mas-sobre-la-responsabilidad-por.html>).

⁸³ Recogido en el comentario de Alfaro, J., Las sentencias Bankia del Tribunal Supremo, 2016 3 de febrero, Almacén de Derecho, (obtenido de <https://almacenederecho.org/las-sentencias-bankia-del-tribunal-supremo>).

Sin embargo, en ocasiones la influencia en la toma de decisiones o el conocimiento del folleto por parte del inversor en gran cantidad de ocasiones es inexistente. Los inversores minoristas ya sea porque son incapaces de interpretar y entender con claridad el folleto; o porque han seguido una tendencia inversora generada por los inversores cualificados encargados de interpretar la información contenida en el folleto; no llegan a leer el contenido del folleto.

Nuestro Tribunal Supremo en las Sentencias del 3 de febrero de 2016, reconoce el nexo causal entendiendo la labor de los inversores cualificados que permiten una “diseminación” de la información del folleto que no hace imprescindible que los inversores lean el folleto.

Ahora bien, si atendemos al derecho comparado, encontramos en la jurisprudencia alemana como consideran que la ausencia de conocimientos suficientes para interpretar el contenido del folleto permite rechazar el nexo causal. En otras situaciones, se ha considerado suficiente para probar el nexo causal la adquisición inmediatamente posterior a la publicación de la información.

En estos casos, la jurisprudencia estadounidense⁸⁴ reconoce el nexo causal bajo la premisa de la libre formación de los precios, el cual se vería afectado por la difusión de la información falsa, encontrándonos ante la teoría de “*fraud on the market*”. En este mismo sentido se expresan GRUNDMAN o DE CARLOS BERTRÁN⁸⁵; este último pone de manifiesto el impacto que un folleto genera en los mercados, haciendo alusión a un “estado favorable”.

Es posible por tanto mostrar el nexo causal haciendo alusión a la bajada del precio a consecuencia de la constatación pública de la falsa representación de la compañía contenida en el folleto. Ahora bien, de nuevo surge controversia si entendemos que la formación de los precios encuentra su origen en una multitud de factores. Por tanto, se presume la existencia del nexo causal, estando el demandado facultado para esgrimir otras causas que desarticulen

⁸⁴ Vid. Por ejemplo Caso Blackie v. Barrack de 1975.

⁸⁵ Como señala Grundman, S., *European company law: organization, finance and capital markets*, Intersentia, 2007, p.402, “it is immaterial that a large number of market participants cannot or do not process the information given under primary market law. The reason is that the price mechanism, which guides market development, is already triggered by a number of investors who are able to act rationally and maximize chances on the basis of the information given”; De Carlos Bertrán, L., Régimen jurídico..., Op. cit., p. 446.

el nexo causal o puedan reducir el *quantum* indemnizatorio⁸⁶ en el caso de la responsabilidad por el folleto.

4.3 Remedio subsidiario: el contrato de comisionista bursátil

El contrato de comisionista bursátil resulta de especial interés para reclamar responsabilidad a las entidades colocadoras, a los que la ley específica no reconoce ninguna obligación. Es menester mencionar que el caso que nos ocupa encontramos en el emisor también la figura de colocador y gestor de las cuentas llevando a cabo por tanto un asesoramiento en la compra de los valores, asumiendo por tanto una responsabilidad con el inversor en un ámbito contractual. Determinado contrato se encuentra regulado en el Código de Comercio, artículo 244 que recoge el contrato de comisión mercantil. El comisionista responderá por los daños y perjuicios causados por la mala inversión y asesoramiento pues se le requiere el cuidado del negocio ajeno como propio. Una cuestión peliaguda si tenemos en cuenta como hemos dicho que bajo la identidad del comisionista también se recoge al emisor, por lo que pueden verse desplazados los intereses del inversor.

Despierta interés la acción de indemnización de daños y perjuicios derivadas del asesoramiento financiero. Un servicio recogido en el artículo 4.4 de la Directiva 2004/39/CE que implica la recomendación personalizada respecto a operaciones con instrumentos financieros. Encontramos jurisprudencia al respecto, la STS de 16 de septiembre de 2015, que no requiere la existencia de un contrato *ad hoc* remunerado para la constatación del asesoramiento financiero. Además, la STS 491/2017 de 13 de septiembre reconoce el asesoramiento financiero como título jurídico de imputación de la responsabilidad por la pérdida del valor de las participaciones, fruto del incumplimiento grave de los deberes y obligaciones contractuales de información al cliente, de diligencia y lealtad.

CONCLUSIONES

Las conclusiones de este presente apartado van dirigidas a los inversores minoristas que han basado su decisión de invertir en la información falsa o inexacta contenida en el folleto informativo publicado por el emisor; y que han sufrido un daño particular a consecuencia de confiar en una información engañosa. Dichas conclusiones encuentran el sentido y

⁸⁶ Grimaldos García, M.I., Responsabilidad..., *Op. cit.*, p. 141; Valmaña Ochaita, M., La responsabilidad..., *Op. cit.*, p. 381.

fundamentación en el objetivo primordial del folleto informativo y la normativa del mercado de valores, que no es otro que la protección del inversor.

Por lo general, el inversor minorista será considerado como consumidor. Aunque han sido muchos los criterios sugeridos y aplicados por la jurisprudencia tales como: la naturaleza de los productos contratados, o las características y volumen de la inversión; en el ámbito comunitario se ha puesto el foco principal en la actividad profesional del individuo, relegando a un plano menor los elementos esenciales o la magnitud de la inversión. Por ende, será de aplicación la normativa específica del Mercado de Valores, aplicándose en su defecto los principios generales en materia de protección del consumidor.

La segunda conclusión que sacamos es que el folleto pese a ir dirigido a los inversores minoristas para que puedan invertir de manera fundada, no están pensados para que estos sean los que los analicen, sino que será tarea de los inversores cualificados que tendrán esa labor de diseminación de la información. Es más, la doctrina considera que siempre que se muestre la existencia de la información inexacta y el daño producido, se presumirá la confianza del inversor en la información del folleto para decidir, siendo por tanto ésta la mejor solución: la presunción *iuris tantum* del nexo causal, invirtiéndose la carga de la prueba. Respecto al daño, es posible atender a la bajada que experimenta la cotización del valor, presumiéndose igualmente que encuentra su origen en la información falsa salvo que el demandado pueda demostrar otras causas que reflejen la bajada del precio.

Podemos concluir en tercer lugar, que existe una tendencia por parte de los demandantes a incluir como pretensión inicial la acción de nulidad por vicios del consentimiento. De igual manera, los tribunales no se han prodigado mucho en este aspecto, en aquellos casos donde los abogados de los demandantes únicamente incluían los vicios del consentimiento como pretensión, limitando el escenario de decisión por parte del juez.

A pesar de que parte de la doctrina e incluso diversas sentencias han estimado que la restitución implica la nulidad de la ampliación de capital contraviniendo la doctrina de la sociedad nula recogida en el artículo 56 de la LSC que no menciona los vicios del consentimiento; el TJUE en el asunto C-174/12 salva este conflicto afirmando la preeminencia como *lex specialis* de las normas del mercado de valores sobre las normas de protección del capital social.

Por tanto, el TJUE encontraba perfectamente válida la estimación de la responsabilidad en base a los vicios del consentimiento. Sin embargo, lo deseable sería la acción de responsabilidad del folleto como precisamente prescribe el TJUE con lo que se evitaría infringir la doctrina de la sociedad nula. Además, es que la indemnización por la responsabilidad del folleto deja al inversor en una misma situación final, no genera perturbaciones ni para el capital social de la sociedad, ni para el mercado. En este sentido, algunos autores mencionan que la responsabilidad y el aseguramiento del cobro de la indemnización se extiende a los administradores de la sociedad por lo que tendrán una mayor seguridad de cobro los inversores.

En consonancia con gran parte de la doctrina, consideramos más apropiado al caso estimar la legislación contenida en la Ley de Mercado de Valores pues se ajusta mejor al problema planteado: indemniza y deja al inversor en la misma situación que si se produjera la restitución; y tiene un menor impacto posible en terceros, ya sea acreedores de la sociedad, o el propio mercado.

BIBLIOGRAFIA

1. LEGISLACION

Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España, sobre normas de información financiera pública reservada y modelos de estados financieros

Consolidate Admission and Reporting Directive, Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores

Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (disposición derogada).

Directiva 2011/83/UE de 25 de octubre de 2011 sobre los derechos de los consumidores

Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (Disposición de 13 de Noviembre de 2015).

Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

Real Decreto 1507/2000, de 1 de septiembre, por el que se actualizan los catálogos de productos y servicios de uso o consumo común, ordinario y generalizado y de bienes de naturaleza duradera.

Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre

Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE RD 1310/2005.

Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE

Reglamento (UE) nº 1215/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2012, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil

Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.

2. JURISPRUDENCIA

Asunto C-910/19, Conclusiones del Abogado General Sr. Jean Richard De La Tour presentadas el 11 de febrero de 2021.

Caso Blackie v. Barrack de 1975.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Ciudad Real, de 13 de marzo, nº. 79/2017

Sentencia de la Audiencia Provincial de Granada, de 18 de septiembre, nº. 188/2015.

Sentencia de la Audiencia Provincial de León, de 28 de enero, nº. 13/2016.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 10 de noviembre, nº 553/2016.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la UE, de 19 de septiembre de 2013, C-174/12.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la UE, de 2 de abril de 2020, C-500/18.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 11 de enero nº. 10/2019.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 13 de junio, nº 2193/2018.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 13 de septiembre, nº 491/2017.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 16 de enero, nº 16/2017.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 16 de septiembre, nº 3877/2015.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 17 septiembre, nº 469/2019.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 20 de julio nº. 477/2017.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 21 de noviembre, nº 656/2018.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 27 de junio, nº. 2025/2019.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 27 de octubre, nº 3462/2020

Sentencia del Tribunal Supremo, de 3 de febrero, 23/2016.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 3 de febrero, 24/2016.

Sentencia del Tribunal Supremo, de 5 de abril, nº 224/2017.

3. OBRAS DOCTRINALES

Alfaro Aguila-Real, J. El control de la adecuación entre precio y prestación en el ámbito del derecho de las cláusulas predispuestas.

Alonso Espinosa, F.J., Introducción a la teoría general del Derecho Español de Sociedades, 2011.

Añon Calvete, J, Acción de nulidad y oferta pública de suscripción de acciones, en Diario La Ley nº 8556, de 20 de julio de 2015.

Bercovitz Rodríguez-Cano, R. (Coord.), Comentario del Texto Refundido de la Ley de Consumidores y Usuarios y otras Leyes complementarias, Thomson, 2009.

Cachón Blanco, E., Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores, Dykinson, 1996.

Cámara Lapuente, S., “El concepto legal de consumidor en el Derecho privado europeo y en el Derecho español: aspectos controvertidos o no resueltos”, Cuadernos de Derecho Transnacional (Marzo, 2011), Vol. 3, núm. 1.

De Carlos Bertrán,L., Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables, Civitas, 1998.

Díez Picazo,L., Fundamentos de Derecho civil patrimonial , I, Thomson-Civitas, Madrid, 2007.

Enriques, L., Gillota, S., “*Disclosure and Financial Market Regulation*”, *European Corporate Governance Institute Law Working Paper No 252/2014*, 2014.

Ferran, E., *Building an EU securities market*, Cambridge University Press, 2004.

Grimaldos García, M. I., Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables, tirant lo blanch, 2001.

Grundmann, S., *European company law: organization, finance and capital markets*, Intersentia, 2007.

Hernández Arranz, M, El caso Bankia ante la jurisdicción civil: apuntes de jurisprudencia en Diario La Ley nº 8664 de 19 de enero de 2016.

Ibáñez Jiménez, J. W., La contratación en el Mercado de Valores, en Tratado de Derecho Mercantil, núm. 34, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2001.

Iribarren Blanco, M., “Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas”, La Ley, 2008.

Loss, L.;Seligman. J., *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen, 1988.

Martínez López, M. Reglamento (UE) 2017/1129, sobre folleto de oferta pública y admisión de valores: ¿un ejemplo del carácter “procíclico” de la política legislativa en el mercado financiero?

Miramón Durá, R., Martín Pastor,J., La anulación por vicios del consentimiento de los contratos de suscripción derivados de la OPS de Bankia de 2011.Descripción del supuesto de hecho y Comentario de las Sentencias del Tribunal Supremo núms. 23/2016 y 24/2016 (Pleno de la Sala 1ª), de 3 de febrero de 2016 (RJ 2016, 2 y 2016, 1), 2016, Editorial Aranzadi, S.A.U., Revista de Derecho Bancario y Bursátil num.142/2016.

Pérez-Caballero, P, “El consumidor que actúa con ánimo de lucro”, Actualidad Jurídica Aranzadi num. 927/2017.

Sánchez-Calero Guilarte, J., Las ofertas públicas de venta de acciones en AAVV, Derecho de Sociedades Anónimas, Civitas, 1994.

Sánchez Fernández, S., Tesis Doctoral: Ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto, Universidad Autónoma de Madrid, 2013.

Tapia Hermida, A.J. “Manual de Derecho del mercado financiero”, Iustel, 1ª edición, Madrid, 2015.

Tapia Sánchez, M.R., “Consecuencias civiles por inexactitudes u omisiones del folleto informativo de OPA/OPS”, RDBB, núm. 92, 2003.

Valmaña Ochaíta, M, La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones, Wolters Kluwer, Madrid, 2006.

Vicent Chuliá, F., “Las Cuentas Anuales de la Sociedad Anónima” (en “Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles” Tomo VIII, Vol. I), Civitas, 2000.

4. RECURSOS DE INTERNET

Alfaro Aguila-Real, J., Folletos bursátiles y condiciones generales, Almacén de Derecho, 2016, (disponible en <https://almacenederecho.org/folletos-bursatiles-y-condiciones-generales>; última visita el 21/04/2021).

CNMV, Las órdenes de valores: adquisición de valores, (obtenido de http://www.cnmv.es/tutorialesinversores/ordenesvalores/01_cnmv_accesible/050101.htm; última consulta 20/04/2021).

CNMV, Emisiones, admisiones y OPAS. Folletos de admisión, (disponible en [CNMV - Folletos de admisión](#); última consulta 20/04/2021).

Página web de la CNMV, (disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Mercado-Primario.aspx>; última consulta 20/04/2021).

Ribón & Asociados, de la ineludible responsabilidad de Bankia por la venta de sus acciones hasta la misma fecha de la reformulación de cuentas (en la OPV y en mercado secundario), p.2, (disponible en http://www.ribon.es/wp-content/uploads/2017/11/de_la_ineludible_responsabilidad_de_bankia_por_la_venta_de_sus_acciones_hasta_la_misma_fecha_de_la_reformulacion_de_cuentas_eugenio_ribon.pdf; última consulta 20/04/2021).

conclusiones del Abogado General Sr. Jean Richard De La Tour presentadas el 11 de febrero de 2021, Asunto C-910/19, (disponible en <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=237651&mode=req&pageIndex=1&dir=&occ=first&part=1&text=&doclang=ES&cid=4313059>; última consulta 20/04/2021).

Comentario de Alfaro, J., Las sentencias Bankia del Tribunal Supremo, 2016 3 de febrero, Almacén de Derecho, (obtenido de <https://almacenederecho.org/las-sentencias-bankia-del-tribunal-supremo>; última consulta 20/04/2021).

Más sobre la responsabilidad por folleto y las normas sobre integridad del capital, 2014, 25 de febrero, Derecho Mercantil España, (obtenido de

<https://derechomercantilespana.blogspot.com/2014/02/mas-sobre-la-responsabilidad-por.html>; última consulta 20/04/2021).

Tapia Hermida, A J. (11 julio 2017). Decálogo del folleto de emisión y admisión de valores: el Reglamento (UE) 2017/1129, El Blog de Alberto J. Tapia Hermida, (disponible en <http://ajtapia.com/2017/07/decalogo-del-folleto-emision-admision-valores-reglamento-ue-20171129/>; última consulta 20/04/2021).

C. (2020, 13 abril). Delimitación del concepto de consumidor. Consumidor inversor. Sentencia TJUE de 2 de abril de 2020, El Blog del Consumerista, Rankia, (disponible en <https://www.rankia.com/blog/consumerista/4568826-delimitacion-concepto-consumidor-inversor-sentencia-tjue-2-abril-2020>; última consulta 20/04/2021).

Alfaro Aguila-Real, J. (2016, 11 mayo) “Folletos bursátiles y condiciones generales”, Almacén de Derecho, (disponible en [Folletos bursátiles y condiciones generales - Almacén de Derecho \(almacenederecho.org\)](http://almacenederecho.org); última consulta 20/04/2021).

Tapia Hermida, A.J. (2015, 17 diciembre) “La gente ya no lee ni tan siquiera en legítima defensa (económica). A propósito de la Propuesta de Reglamento sobre el folleto de oferta de valores presentada por la Comisión Europea el pasado 30 de noviembre”, El Blog de Alberto J. Tapia Hermida, (disponible en <http://ajtapia.com/2015/12/la-gente-ya-no-lee-ni-tan-siquiera-en-legitima-defensa-economica-a-proposito-de-la-propuesta-de-reglamento-sobre-el-folleto-de-oferta-de-valores-presentada-por-la-comision-europea-el-pasado-30-de-n/>; última consulta 20/04/2021).

