

# LA RESPONSABILIDAD DEL FOLLETO EN LOS MERCADOS DE VALORES: REPERCUSIÓN DE LA JURISPRUDENCIA DEL TJUE SOBRE ALGUNOS ASPECTOS DE SU RÉGIMEN JURÍDICO

MIGUEL IRIBARREN  
PROFESOR TITULAR (ACR. A CATEDRÁTICO) DE DERECHO MERCANTIL  
UNIVERSIDAD DE OVIEDO

**SUMARIO: I. Introducción.- II. La posición de los inversores institucionales:** 1. *El caso Bankia [sentencia del TJUE (Sala Cuarta) de 3 de junio de 2021 (asunto C-910/19)].* 2. *¿Responsabilidad del folleto frente a los inversores institucionales?* 3. *Relevancia de la cualificación del inversor.- III. La indemnización de los daños derivados del folleto: ¿derecho del accionista o del inversor?:* 1. *El caso Hirmann [sentencia del TJUE (Sala Segunda) de 19 de diciembre de 2013 (asunto C-174/12)].* 2. *El caso Banco Popular [sentencia del TJUE (Sala tercera) de 5 de mayo de 2022 (C-410/20)].* 3. *¿Naturaleza societaria de la responsabilidad del folleto?* 4. *Nulidad del contrato de suscripción y restitución de la aportación.* 5. *Conclusión.*

**RESUMEN:** Este trabajo trata sobre dos aspectos relevantes de la denominada responsabilidad del folleto en los mercados de valores de los que se ha ocupado el TJUE en varias sentencias, casi todas muy recientes. El primero se refiere a la posición de los inversores institucionales ante la información falsa, inexacta o incompleta contenida en ese documento informativo; en particular, sobre su legitimación para exigir la responsabilidad civil correspondiente. En segundo lugar, se aborda la importante cuestión de la naturaleza de la responsabilidad por el folleto, así como del derecho a la restitución de las aportaciones realizadas cuando se anula el contrato de suscripción de las acciones. Ello para decidir si son o no derechos propios de la condición de accionista del sujeto perjudicado, de lo que depende no solo la aplicación de las reglas de protección del capital y su prelación con respecto a los derechos de los acreedores sociales, sino incluso la misma subsistencia de tales derechos de los inversores, si la emisora es una entidad de crédito objeto de un procedimiento de resolución que conlleva la amortización total de las acciones del capital social, como el previsto en la Directiva 2014/59/UE y que se aplicó al extinto Banco Popular.

**PALABRAS CLAVE:** oferta pública de suscripción - aumento de capital - folleto informativo - responsabilidad del folleto - inversor institucional.

**SUMMARY:** This paper deals with two relevant aspects of the so-called prospectus liability in securities markets that have been dealt with by the CJEU in several judgments, almost all of them very recent. The first is the position of institutional investors in the face of false, inaccurate or incomplete information contained in such an information document; in particular, their standing to claim the corresponding civil liability. Secondly, it addresses the important question of the nature of liability for the prospectus, as well as the right to restitution of contributions made when the share subscription contract is null and void. This is in order to decide whether or not they are rights inherent to the injured party's status as shareholder, on which depends not only the application of the capital protection rules and their priority with respect to the rights of corporate creditors, but even the very subsistence of such rights of investors, if the issuer is a credit institution subject to a resolution procedure that entails the total redemption of the shares of the share capital, such as that provided for in Directive 2014/59/EU and which was applied to Banco Popular.

**KEY WORDS:** public offering - capital increase – prospectus - prospectus liability - institutional investor.

## I. INTRODUCCIÓN

Cuando una entidad solicita la admisión a negociación de valores en Bolsa o formula una oferta pública de venta o de suscripción de valores está obligada, entre otras cosas, a redactar un folleto informativo incluyendo toda la información necesaria sobre el emisor y los valores con el fin de que los inversores puedan hacer una evaluación de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y de los derechos inherentes a tales valores [arts. 3 y 6 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 (en adelante, Reglamento (UE) 2017/1129)]. Ese folleto debe ser aprobado por la CNMV y puesto después inmediatamente a disposición del público. Si la información incluida en dicho documento es falsa o inexacta, o no contiene datos relevantes para que el inversor pueda hacerse un juicio fundado sobre el negocio que se le propone, el emisor, sus administradores, e incluso otras personas relacionadas de un modo u otro con la preparación del folleto, deberán responder de los daños y perjuicios que, como consecuencia, sufran los inversores [arts. 11 Reglamento (UE) 2017/1129 y 38 LMV].

El TJUE se ha pronunciado recientemente sobre dos aspectos relevantes de la denominada responsabilidad del folleto. En primer lugar, acerca de la posición de los inversores institucionales ante la información falsa, inexacta o incompleta contenida en ese documento informativo; en particular, sobre su

legitimación para exigir la responsabilidad correspondiente. En segundo lugar, el TJUE se ha ocupado de la naturaleza de la responsabilidad por el folleto; más concretamente, sobre si es o no propia de la condición de accionista del sujeto perjudicado, de lo que depende no solo la aplicación de las reglas de protección del capital y la prelación del derecho a la indemnización con respecto a los derechos de los acreedores sociales, sino incluso la misma subsistencia de ese derecho, si la emisora es una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión objeto de un procedimiento de resolución que conlleva la amortización total de las acciones del capital social, como el previsto en la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) núm. 1093/2010 y (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo (en adelante Directiva 2014/59/UE) y que se aplicó a una entidad como el ya extinto Banco Popular.

## II. LA POSICIÓN DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

### 1. *El caso Bankia [sentencia del TJUE (Sala Cuarta) de 3 de junio de 2021, asunto C-910/19]*

Uno de los aspectos sobre los que el TJUE ha incidido se refiere, efectivamente, al círculo de legitimados para exigir la responsabilidad derivada del folleto. Concretamente, ha tenido que decidir ese tribunal si esa responsabilidad se justifica, además de frente a los inversores minoristas, frente a los cualificados, como son, entre otros, los institucionales<sup>1</sup>. Se pronunció sobre ello precisamente mediante su sentencia de 3 de junio de 2021 (asunto C-910/19).

El Tribunal respondía a una petición de decisión prejudicial planteada por el Tribunal Supremo en el procedimiento entre “Bankia, S.A.” (Bankia, en adelante), y “Unión Mutua Asistencial de Seguros” (UMAS, en adelante). Esta última había demandado a Bankia debido a la información defectuosa contenida en el folleto informativo de una oferta pública de suscripción de acciones que Bankia había realizado y a la que aquella había concurrido. La oferta incluía un tramo para inversores minoristas y empleados y administradores (60% de

<sup>1</sup> Por inversores cualificados o clientes profesionales hay que entender las personas físicas o jurídicas enumeradas en el anexo II, sección I, puntos 1 a 4, de la Directiva 2014/65/UE, así como las personas o entidades que, a petición propia, son tratadas como clientes profesionales de conformidad con la sección II de dicho anexo, o que son reconocidas como contrapartes elegibles de conformidad con su artículo 30, a menos que hayan celebrado un acuerdo para ser tratadas como clientes no profesionales de conformidad con la sección I, apartado cuarto, de dicho anexo.

las acciones emitidas) y otro para inversores cualificados (40%). Dicho folleto informativo con el que Bankia realizó su oferta pública de suscripción (OPS), como había declarado el Supremo en repetidas ocasiones (v. SSTs 23/2016 y 24/2016, ambas de 3 de febrero, cuyas conclusiones fueron reiteradas en muchas otras posteriores), contenía graves inexactitudes con respecto a la verdadera situación financiera de la sociedad; información económica y financiera que poco tiempo después de la publicación del folleto se reveló gravemente inexacta por la propia reformulación de las cuentas por la entidad emisora y por su patente situación de falta de solvencia.

La demandante solicitaba la nulidad del negocio de suscripción de las acciones, basándose en el error en su consentimiento, así como, subsidiariamente, la declaración de la responsabilidad de Bankia por los daños experimentados, con la condena a indemnizarlos. En primera instancia, la demanda fue estimada y el juez (Juzgado de 1ª Instancia núm. 44 de Madrid) declaró la nulidad del negocio de suscripción, con la consiguiente obligación de restituir las sumas pagadas (sentencia de 8 de marzo de 2016). En apelación, la Audiencia Provincial de Madrid (sección 14ª, sentencia de 21 de diciembre de 2016) rechazó la nulidad, pero aceptó la responsabilidad del folleto y condenó a Bankia a indemnizar a UMAS el daño causado.

Recurrida la sentencia de la Audiencia en casación, el Tribunal Supremo consideró que era necesario, antes de dictar sentencia, establecer si, conforme a la entonces vigente Directiva 2003/71/CE, los remedios de que gozaban los inversores, en general, ante las falsedades, inexactitudes u omisiones del folleto informativo (nulidad, responsabilidad) estaban igualmente disponibles cuando quien aspiraba a hacerlos valer era un inversor institucional y de qué modo influía dicha categoría sobre el régimen jurídico de los citados remedios. Así, optó por suspender el procedimiento y elevó, mediante Auto de 10 de diciembre de 2019, al TJUE las siguientes cuestiones prejudiciales:

- «1) Cuando una oferta pública de suscripción de acciones se dirige tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados, y se emite un folleto en atención a los minoristas, ¿[deben interpretarse los artículos 3, apartado 2, y 6 de la Directiva 2003/71 en el sentido de que] la acción de responsabilidad por el folleto ampara a ambos tipos de inversores o solamente a los minoristas?
- 2) En el caso de que la respuesta a la anterior pregunta sea que ampara también a los inversores cualificados, ¿es posible valorar su grado de conocimiento de la situación económica del emisor de la OPS [oferta pública de suscripción de acciones] al margen del folleto, en función de sus relaciones jurídicas o mercantiles con dicho emisor (formar parte de su accionariado, de sus órganos de administración, etc.)?»

A la primera cuestión prejudicial, respondió el TJUE afirmando que el artículo 6 de la Directiva 2003/71/CE, en relación con su artículo 3, apartado

2, letra a), debía interpretarse en el sentido de que, en el caso de una oferta pública de suscripción de acciones dirigida tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados, la acción de responsabilidad por la información contenida en el folleto no amparaba solamente a los primeros, sino también a los segundos.

Con respecto a la segunda cuestión prejudicial, indicó el TJUE que el artículo 6, apartado 2, de la Directiva 2003/71/CE debía interpretarse en el sentido de que no se oponía a disposiciones de Derecho nacional que, en un supuesto de ejercicio de la acción de responsabilidad por parte de un inversor cualificado por la información contenida en el folleto, permitieran al juez tomar en consideración que dicho inversor tenía o debía tener conocimiento de la situación económica del emisor de la oferta pública de suscripción de acciones en función de sus relaciones con este y al margen del folleto, o incluso obligasen al juez a tomar en consideración tal hecho, siempre que las citadas disposiciones no fueran menos favorables que las que rigieran acciones similares previstas en el Derecho nacional ni surtieran el efecto práctico de hacer imposible o excesivamente difícil el ejercicio de la acción de responsabilidad.

De acuerdo con la interpretación de las citadas normas comunitarias realizada por el TJUE, el Tribunal Supremo desestimó, mediante la sentencia de su Sala de lo Civil 890/2021, de 21 de diciembre, el recurso de casación interpuesto por Bankia contra la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, que había aceptado, como explicamos, la responsabilidad del folleto y condenado a Bankia a indemnizar a UMAS el daño causado.

Junto con la resolución citada, el Tribunal Supremo tuvo en cuenta la doctrina expuesta del TJUE en los casos resueltos mediante varias sentencias posteriores. Así, por ejemplo, por su STS 221/2022, de 22 de marzo, ese tribunal estimó el recurso de casación, el de apelación y la demanda interpuesta por “Construcciones Rodríguez y Camacho, S.A.” contra Bankia (sucedida por “Caixabank S.A.”) y acordó la nulidad de la orden de compra de 160.000 acciones de Bankia por un importe total de 600.000 euros, realizada el 8 de julio de 2011, y ordenó la restitución recíproca de las prestaciones: la devolución del importe de la compra de las acciones, más los intereses legales devengados por esta cantidad desde la fecha de compra; y la devolución de los 1.600 títulos objeto de la orden de compra. Mediante su STS 330/2022, de 26 de abril, desestimó el recurso de casación interpuesto por Bankia (sucedida por “Caixabank S.A.”) contra la sentencia dictada por la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 13ª), que había estimado el recurso de apelación contra la sentencia de instancia (Juzgado de Primera Instancia nº 56 de Madrid) y condenado a Bankia a satisfacer a la parte actora, “Portfolio 25 Sicav”, la cantidad de 170.538,40 €. Asimismo, por su sentencia 337/2022, de 27 de abril, el Supremo estimó la demanda interpuesta por “Sheratan Management S.L.”, “Deimos Inversión S.L.” y “Vatapa Inversiones, S.L.” contra Bankia y declaró la nulidad de las suscripciones de las acciones de dicha entidad solicitada en la demanda, así como acordó la restitución de las prestaciones. En virtud de su STS 344/2022,

de 3 de mayo, desestimó el recurso de casación interpuesto por Bankia contra una resolución de la Audiencia Provincial de Las Palmas de Gran Canaria (Sección 4ª) y confirmó la del Juzgado (de Primera Instancia n.º 6 de Las Palmas de Gran Canaria), que había estimado la demanda de “Seguridad Integral Canaria, S.A.”, contra Bankia, y declarado la nulidad del contrato de compra de acciones de 1 de julio de 2011 y condenado a Bankia a devolverle al inversor citado la suma de 1.000.000 euros, satisfecha para adquirir las acciones, con los intereses correspondientes, si bien el inversor quedaba obligado a abonar a Bankia los rendimientos de las citadas acciones. En virtud de su sentencia 926/2022, de 19 de diciembre, en fin, el Tribunal Supremo estimó en parte la demanda formulada por “Meliá Hotels International S.A.” contra Bankia y declaró la nulidad por error en el consentimiento de dicho inversor institucional del contrato de adquisición de acciones de Bankia, por importe de 999.997,50 €, ordenando la restitución recíproca de las prestaciones.

La STS 222/2022, de 23 de marzo, por excepción, no fue sin embargo favorable al inversor institucional. El Tribunal Supremo desestimó el recurso de casación presentado por dicho inversor, “Festina Lotus S.A.” (en adelante, Festina), contra la sentencia de apelación de la Audiencia Provincial de Madrid que había revocado la de instancia, resolución esta última por la que el juez (Juzgado de 1ª Instancia nº 98 de Madrid) había declarado la nulidad del contrato de suscripción de las acciones de Bankia celebrado por Festina y condenado a la restitución recíproca de las prestaciones. Pero el sentido de la sentencia del Tribunal Supremo se justifica perfectamente y no supone en absoluto contradicción con la interpretación del TJUE favorable a que la responsabilidad por el folleto ampare también a los inversores institucionales. En aquel caso -y en ello se basó el TS- la decisión inversora Festina estuvo al margen de la situación financiera y patrimonial real de Bankia, fue -como explicó el TS en la sentencia- fruto de una decisión estratégica del citado inversor institucional, a largo plazo, enmarcada en una política general de participación en el capital social de distintas entidades bancarias, y no solo de Bankia.

## 2. *¿Responsabilidad del folleto frente a los inversores institucionales?*

Los inversores institucionales, como los de cualquier otra clase, pueden reclamar, si se dan los correspondientes presupuestos, la anulación de sus contratos de suscripción de acciones o la indemnización de los daños sufridos ante las falsedades e inexactitudes del folleto informativo. El TJUE acierta, a nuestro juicio, al considerar que las acciones de responsabilidad están a disposición de los inversores cualificados. Únicamente, a mi juicio, en el caso de que el defecto del folleto consistiera en la omisión de información y teniendo en cuenta que no impone la ley la elaboración de un folleto en las ofertas dirigidas a los inversores cualificados, cabría dudar de que pudiera el inversor institucional ejercer las acciones anteriores. Pero por lo demás, no hay ninguna razón para privar a estos inversores de los remedios civiles

que las normas del derecho de obligaciones y contratos contemplan, sea la anulación del contrato por un vicio del consentimiento, sea la responsabilidad ante el daño sufrido como consecuencia de la información falsa o inexacta difundida por el emisor.

Para ello no es un obstáculo que no se contemple expresamente en la ley la posibilidad de que los inversores cualificados exijan responsabilidad al emisor por un folleto falso o inexacto cuando se realiza una oferta pública de suscripción mixta. es decir, que se dirige tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados. La ley prevé la responsabilidad frente a los titulares de los valores negociables adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante (art. 38.2 LMV), sin excluir a ninguna categoría de inversor. Tampoco lo hacía la Directiva 2003/71/CE ya derogada: no identificaba a los inversores, como recordó el TJUE (apartado núm. 29), a los que pudiera amparar tal acción de responsabilidad, sino que se limitaba a identificar en su artículo 6, apartado 1, a las personas responsables por el contenido inexacto o incompleto del folleto.

Tampoco es un problema que no exista obligación de emitir un folleto en las ofertas dirigidas exclusivamente a inversores cualificados, tal y como resultaba de la Directiva 2003/71/CE y ahora del Reglamento (UE) 2017/1129. Que no se imponga tal deber en las ofertas dirigidas a inversores cualificados no significa que la información contenida en el folleto no se integre junto con la restante información relevante para los inversores que publique el emisor, ni por tanto que la que sea falsa o inexacta -cabría hacer una salvedad si fuera incompleta, como hemos explicado- no les induzca a error con respecto a la oferta de los valores que se emiten ni les cause daño si los suscriben a un precio mayor del que habrían debido pagar si dicho precio se hubiera adaptado a la situación real de la sociedad. Distinto de ello es que su mayor cualificación se deba tener en cuenta (v. *infra*).

Con razón recuerda el TJUE que la protección del inversor y el funcionamiento y desarrollo apropiados de los mercados constituyen los objetivos perseguidos por la Directiva 2003/71/CE [y ahora -añadimos- por el Reglamento (UE) 2017/1129]. Su considerando núm. 10, en particular, indicaba que su objetivo, junto con el de sus normas de desarrollo, era garantizar la protección del inversor y la eficiencia del mercado; y el núm. 16 se refería a las salvaguardias de protección de los intereses de los inversores reales y posibles para que estuviesen capacitados para poder evaluar con la información suficiente el riesgo que conlleva la inversión en valores y tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa. Quizá todavía con más claridad, ello se refleja en el considerando núm. 7 del vigente Reglamento (UE) 2017/1129: “*El objetivo del presente Reglamento es garantizar la protección del inversor y la eficiencia del mercado, promoviendo al mismo tiempo el mercado interior de capitales. El suministro de la información que, según las características del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan tomar una decisión*

*informada sobre la inversión garantiza, junto con las normas de conducta, la protección de los inversores. Además, dicha información es un medio eficaz para aumentar la confianza en los valores mobiliarios y contribuye, por tanto, al correcto funcionamiento y desarrollo de los mercados de valores*". Tiene pues todo el sentido, a tenor no solo del derecho anterior sino también del actual, la conclusión a la que llega el TJUE: "*De ello resulta que es legítimo que los inversores que hayan participado en una oferta de valores en la que se ha publicado un folleto invoquen la información contenida en dicho folleto y que, en consecuencia, tienen derecho a ejercitar una acción de responsabilidad por esa información, hubieran sido o no destinatarios de dicho folleto*" (apartados núms. 32 y 33).

### *3. Relevancia de la cualificación del inversor*

La afirmación de la responsabilidad del folleto frente a los inversores cualificados o la posibilidad de que estos obtengan la anulación del contrato por su error como vicio del consentimiento no significa que la posición de ambas clases de inversores, minoristas y cualificados, sea idéntica. Si comparamos en abstracto a esas dos clases de inversores advertimos inmediatamente que sus cualidades o condiciones personales son diferentes. Es cierto, desde luego, que los segundos suelen disponer de mejores medios para obtener información sobre los valores que se emiten y sobre el emisor, al margen de la que figure en el folleto; y por ello precisamente ante un inversor de esa clase es más probable que el emisor pueda demostrar que conocía las falsedades, inexactitudes u omisiones del folleto informativo, prueba que neutraliza, como es obvio, cualquier acción de las aquí estudiadas.

Ello se puede relacionar con la denominada capacidad del inversor cualificado de "autotutela informativa", por utilizar una expresión habitual no solo en la doctrina, sino en la jurisprudencia, incluyendo la del propio Tribunal Supremo (por ejemplo, en su sentencia de 19 de diciembre de 2022, caso *Meliá*), que le permite disponer de una información distinta de la contenida en el folleto. Tal y como indica el propio TJUE, los inversores cualificados "*habida cuenta en particular su nivel de experiencia, normalmente tienen acceso a otros datos que pueden informar sus tomas de decisión*" (apartado núm. 46). Lo que deberá ser combinado con otros factores como las "*relaciones con el emisor de valores*" (apartado núm. 47). Habrá pues que comprobar en cada caso esa "capacidad de autotutela informativa". Si efectivamente tal capacidad existe, entonces, como es lógico, las posibilidades de obtener la anulación del contrato o la declaración de la responsabilidad del folleto se reducen.

En nuestra opinión, no obstante, no es la información asimétrica el único elemento, ni siquiera -me atrevería a decir- el más importante. La propia ley se preocupa de que toda la información relevante para los inversores sea pública y fácilmente accesible, obligando incluso a que aquella proporcionada por un emisor (o por un oferente) y dirigida a inversores cualificados o a

categorías especiales de inversores, incluyendo la información divulgada en el contexto de reuniones relativas a ofertas de valores, se difunda y se incluya en el correspondiente folleto o en un suplemento del mismo (art. 28.4 RD 1310/2005 de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la LMV, 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). La diferencia fundamental entre minoristas e institucionales consiste, especialmente, en que los segundos son más expertos, esto es, están mejor preparados para conocer e interpretar correctamente (toda) la información disponible.

La importancia que reviste el diferente grado de cualificación o *expertise* de los inversores no ha pasado, por cierto, inadvertida para el propio legislador del mercado de valores, hasta el punto de que ha dado carta de naturaleza a la categoría de inversor cualificado -denominado también como cliente profesional- o *accredited investor* [vid., en relación justamente con las ofertas públicas, arts. 2 e) Reglamento (UE) 2017/1129 y 39 RD 1310/2005; asimismo, arts. 194 y 195 LMV]. Categoría bajo la que se incluyen, entre otros, los inversores institucionales (v. concretamente el anexo II de la Directiva 2014/65/UE, que reproducimos parcialmente en la nota a pie de página núm. 1) y de la que forman parte todos aquellos a “*quienes se les presuma la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos*” (art. 194.1 LMV). Esa mayor experiencia y pericia de los inversores institucionales ha de repercutir, naturalmente, sobre los remedios disponibles ante la falsedad, inexactitud o incomplitud del folleto informativo.

En primer lugar, el error, como vicio del consentimiento que -tal y como nuestros tribunales consideran- justifica la anulación de los negocios de los inversores ordinarios sobre valores, es más difícil de aceptar cuando lo alega un inversor institucional. De no haber empleado éste, para subsanarlo, la diligencia mínima exigible atendiendo a sus condiciones, la equivocada representación mental sobre los valores que se le ofrecen pasaría a ser, para él, un error inexcusable y por tanto no invalidante, esto es, no justificaría la nulidad del negocio. Podríamos decir que, salvo excepción, el remedio de la nulidad por vicios del consentimiento sólo estará disponible para los inversores institucionales en los casos más graves, cuando el error padecido obedezca más bien al engaño del emisor y no esté lejos de transformarse en dolo.

Tampoco es fácil que prospere una acción de responsabilidad civil basada en la información falsa o inexacta contenida en el folleto interpuesta por un inversor institucional, pero no porque la legitimación para ejercer las acciones de responsabilidad del folleto esté restringida. Recordemos que cualquier adquirente de buena fe (ya no sólo suscriptor) de los valores objeto de la oferta pública puede reclamar la responsabilidad (art. 38.2 LMV). Pero ese inversor, a diferencia del minorista, tendrá que demostrar, en primer lugar, que confió en el contenido del folleto y que, de haber dispuesto de buena información habría

descartado la inversión o sólo la habría aceptado en condiciones diferentes<sup>2</sup>. Incluso aunque lograra esa demostración, el emisor podría muy bien recurrir a la “culpa del perjudicado” para evitar o reducir, al menos, su responsabilidad frente al mismo si la información defectuosa del folleto pudiera, efectivamente, haber sido corregida aplicando la diligencia propia de un inversor experto.

Por tanto, parece poco relevante, a estos efectos, que se adopte la perspectiva de la responsabilidad por folleto o la de la existencia de error como vicio del consentimiento: en ambos casos, lo fundamental es si el inversor fue inducido a error con respecto a las características de la inversión que se le proponía y, por tanto, si la información que se le facilitó era suficiente, veraz y exacta. Y, en ambos casos, el legislador distingue, a los efectos de decidir tal cosa, entre inversores minoristas e inversores cualificados y exige un mayor grado de diligencia y una mayor capacidad de calibrar los riesgos asumidos al inversor cualificado.

Concretar hasta dónde llega esa diligencia mínima que debe emplear el inversor cualificado no es sencillo, ni puede hacerse satisfactoriamente en abstracto, sin conocer las circunstancias del caso. Pero sí podemos afirmar con cierta seguridad –porque la Ley nos autoriza– que la diligencia que cabe esperar de los inversores expertos les obliga, como mínimo, a no contentarse y no considerar aislada y exclusivamente la información contenida en el folleto.

Esta conclusión es coherente con la regla que exime al emisor del deber de redactar y publicar folleto cuando la oferta se dirija exclusivamente a inversores cualificados [arts. 1.4 a) Reglamento (UE) 2017/1129 y 38 y 39 RD 1310/2005]; tal regla presupone que éstos disponen de otras fuentes de información para formarse un juicio fundado sobre los valores que se les ofrecen. La anterior afirmación se refuerza teniendo en cuenta los múltiples y exigentes deberes de información que la legislación de los mercados de valores impone a los emisores (ya cotizados) con objeto de que los inversores, prácticamente en tiempo real, dispongan de toda la información relevante (vid., por ejemplo, arts. 226 y ss. LMV). La ignorancia, como se comprenderá, está mucho menos justificada cuando existe información muy fácilmente accesible. En definitiva, además de juzgar cuidadosamente el contenido del folleto, el inversor profesional debe ir más allá, considerando y valorando toda la información relevante disponible y ‘corrigiendo’ o completando, si es preciso, la contenida en el folleto.

Naturalmente, la gravedad de la conducta del emisor no es un factor irrelevante. A mayor gravedad, menos importancia tendrá la negligencia del inversor (institucional). Así, la entidad que difunde información falsa o inexacta con el ánimo de inducir a error a sus destinatarios difícilmente podrá hacer valer la negligencia del inversor, por más que éste sea cualificado, para evitar la anulación

<sup>2</sup> En tal sentido, distinguiendo entre minoristas y cualificados, entre otros, VENTOSO/LÓPEZ HERNÁNDEZ, “La responsabilidad derivada del folleto. Estudio sistemático considerando las últimas novedades”, *RDMV*, núm. 31 (2022) (consultada la versión digital sin paginar).

del negocio. Del mismo modo, el balance entre la actitud del responsable y la del perjudicado influye sobre la responsabilidad civil. La culpa de este último disminuirá –si se nos permite expresarlo así– en la medida en que aumente la del primero, hasta el punto de que no podrá el emisor de valores malicioso liberarse en modo alguno de responsabilidad alegando la culpa del perjudicado.

El régimen más estricto del inversor experto para acceder a los remedios que el ordenamiento prevé ante la celebración de negocios bajo la representación falsa de aspectos relevantes de los mismos encuentra apoyo adicional en algunas de las normas contenidas en el propio Código Civil, cuya aplicación analógica, si fuera necesaria, no carecería de sentido. Pensemos en las acciones de saneamiento por vicios ocultos de la cosa vendida, que no están disponibles para el comprador que sea un perito que, por razón de su oficio o profesión, debiera fácilmente conocer esos defectos (art. 1484 CC). Entre esa regla y las que limitarían los remedios del inversor cualificado ante la falsedad o inexactitud del folleto se ve claramente la relación. Por la misma razón que el ordenamiento no protege a quien, por su *expertise*, le resulta sencillo advertir los vicios ocultos de la cosa que compra, tampoco debe protegerse al suscriptor de valores que pretende haber sido defraudado cuando tenía a su alcance evitarlo. Un ejemplo de este tipo en relación con la información contenida en un folleto sería la relativa a la provisión de créditos dudosos. Es obvio que un inversor cualificado puede valorar esta información con mucha más exactitud que un inversor minorista. Y, en general, cuando se trata de valorar los riesgos, el inversor cualificado puede hacerse una composición de lugar mucho más exacta respecto de la probabilidad y la trascendencia de los ‘siniestros’ que el inversor minorista. De manera que la misma información contenida en el folleto puede inducir a error a un inversor minorista y no hacerlo a un inversor cualificado. Emplear una diferente “vara de medir” para inversores institucionales e inversores minoristas tiene sentido, en particular, cuando lo que ha sucedido es que el folleto contenía errores pero, sobre todo, contenía una inadecuada valoración de los riesgos a los que estaba sometida la empresa emisora, es decir, demasiado optimista o insuficiente en cuanto a la catalogación y valoración de los riesgos correspondientes. No parece consiguientemente lógico que los inversores cualificados pretendan valerse de aquellos defectos del folleto referidos a informaciones que atiendan especialmente a los intereses de los inversores no cualificados, como pueden ser, por ejemplo, las advertencias de los riesgos asociados a la inversión que se les presenta. Es obvio que los inversores institucionales están, por lo general, en condiciones de valorar y soportar mejor los riesgos inherentes a las operaciones sobre valores, no sólo por su robustez económica sino por la diversificación de sus inversiones. Pues bien, en el caso de que los defectos del folleto recaigan precisamente sobre riesgos intrascendentes para el inversor institucional, ni la nulidad del contrato procedería –el hipotético error sería irrelevante– ni tampoco existiría seguramente responsabilidad alguna del emisor, dado que solo puede nacer, lógicamente, si la falsedad o inexactitud es relevante para los inversores que la reclaman.

Las diferencias entre la posición los minoristas y los institucionales a este respecto se aprecian bien cuando se trata de inversiones especialmente arriesgadas, que superan el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir un pequeño inversor. Mientras los primeros, acreditada la falsedad o inexactitud, podrán aspirar a obtener la compensación de toda la pérdida derivada de la inversión realizada, bien sea mediante la anulación del negocio de suscripción bien a través de las acciones de responsabilidad, los institucionales en cambio habrían de contentarse –y siempre que hayan sido suficientemente diligentes– con recibir la diferencia entre el precio pagado y el que hubieran debido pagar de haber conocido convenientemente los riesgos no revelados.

En resumen, podemos afirmar que las omisiones, inexactitudes o falsedades del folleto que acompañe a una emisión de valores podrán dar lugar a la responsabilidad por daños (o a la anulación del negocio) tanto frente a los minoristas como a los cualificados. No obstante, únicamente cuando el engaño, aparte de recaer sobre aspectos relevantes para un inversor institucional, sea tan grave como para que un inversor cualificado cuidadoso no sea capaz de advertirlo, entonces el emisor deberá responder igualmente frente a los inversores institucionales.

Esa exigencia superior hacia los inversores institucionales viene justificada también, aunque resulte paradójico, por un *principio* tan básico y simple del derecho bursátil como es el de la *protección de los inversores*, en particular de los no cualificados (art. 18.2 LMV). Limitar los remedios disponibles ante la información defectuosa contenida en los folletos lejos de perjudicarlos favorece a los inversores en general, dado que induce a los inversores institucionales a preocuparse de valorar adecuadamente la información disponible sobre los títulos que suscriben, lo que repercute a su vez sobre la adecuada formación del precio de los valores, con los efectos beneficiosos consiguientes para los inversores minoristas.

No debemos olvidar, en efecto, que cuando participan en una oferta pública de suscripción o venta de valores el comportamiento de los institucionales es muy relevante para los inversores minoristas. No nos referimos tanto a que su decisión de invertir induzca a los minoristas a seguir sus pasos como a que su actuación es decisiva para establecer el precio de los valores objeto de la oferta pública. Éste no se suele fijar unilateralmente por el emisor, ni resulta tampoco matemáticamente de la información que el emisor incorpore al folleto, sino depende en gran medida de la valoración que de ella hagan los inversores institucionales. Aunque, en las ofertas públicas dirigidas al público en general, no se produce un proceso de *accelerated bookbuilding*, que es el sistema empleado generalizadamente para colocar entre inversores cualificados los valores de una emisión, la estimación incorrecta de la información disponible por los inversores cualificados es tan peligrosa para los inversores ordinarios, podríamos decir, como la incorporación misma al folleto de información falsa o engañosa; puede acabar perjudicando a los minoristas tanto como las falsedades, inexactitudes u omisiones contenidas en el folleto. Aunque no procede desarrollar

aquí este extremo, se comprenderá que si se considera buena práctica que en cualquier oferta de valores al público –a los inversores minoristas– exista un tramo para inversores cualificados, resulta plausible concluir que éstos tienen una ‘especial responsabilidad’ derivada de esa confianza que genera su participación en los inversores minoristas. De ahí que, a menudo, los inversores cualificados que no son inversores institucionales (no son fondos de pensiones, compañías de seguro, etc.), sino que son compañías especializadas en invertir (fondos de *private equity* y *hedge funds*), estén dispuestos a asumir más riesgos –obteniendo mejores precios– pero no a ‘garantizar’ la bondad de la inversión para los inversores minoristas. Recuérdese, por ejemplo, la llamada responsabilidad por concesión abusiva de crédito, según la cual, el banco que hubiera continuado otorgando financiación a un deudor insolvente puede ser responsable frente a otros acreedores de ese deudor que hubieran confiado en esa financiación –la del banco– y hubieran concedido, ellos mismos, crédito al deudor insolvente. Si el banco sabía o debiera haber sabido de la insolvencia efectiva o inminente del deudor y, no obstante concedió crédito (por ejemplo, porque está especialmente garantizado como acreedor), ello justifica su responsabilidad extracontractual frente a otros acreedores.

### **III. LA INDEMNIZACIÓN DE LOS DAÑOS DERIVADOS DEL FOLLETO: ¿DERECHO DEL ACCIONISTA O DEL INVERSOR?**

La cuestión de la naturaleza de la responsabilidad por los daños derivados de la información defectuosa contenida en el folleto informativo de las emisiones de acciones ha sido asimismo abordada por el TJUE. Este tribunal se ha pronunciado, en particular, acerca del carácter societario de esa responsabilidad; más concretamente, sobre si el derecho a la indemnización del sujeto defraudado es propio de la condición de accionista, o bien se trata de un derecho del que los accionistas pueden ser titulares, pero no en tal condición, sino como terceros que actúan -y sufren daños- en los mercados de valores. Responder a esa pregunta es muy importante, pues de ello depende el tratamiento que reciban los créditos de los inversores. Las distribuciones de las sociedades a sus socios están sometidas a las reglas de protección del capital, y en caso de crisis, la preferencia corresponde a los acreedores. Si se afirma el carácter societario, los derechos de los inversores defraudados quedarían pues limitados por las citadas normas de tutela del capital social y subordinados a los de los acreedores sociales. Y, asimismo, si se tratase de una entidad de crédito -como el Banco Popular- cuyas acciones se hubieran amortizado para compensar las pérdidas como resultado de un procedimiento de resolución de los que regula la Directiva 2014/59/UE, ello supondría la extinción de los derechos de los inversores perjudicados a la indemnización de los daños. Sobre esto último precisamente se pronunció el TJUE mediante la segunda de las sentencias que comentamos a continuación.

1. *El caso Hirmann [sentencia del TJUE (Sala Segunda) de 19 de diciembre de 2013 (asunto C-174/12)]*

La primera de las dos sentencias del TJUE que vamos a estudiar es la de su Sala Segunda, de 19 de diciembre de 2013 (asunto C-174/12)<sup>3</sup>. El TJUE había sido preguntado por un tribunal austriaco, como primera cuestión prejudicial, sobre si la responsabilidad de una sociedad anónima como emisora frente a un adquirente de acciones por incumplir las obligaciones de información que le imponían las normas del mercado de capitales -objeto del litigio principal sometido al tribunal que remitía las cuestiones prejudiciales- era compatible con las normas comunitarias de protección del capital social y de igualdad de trato de los accionistas; si la responsabilidad frente a los inversores que establecen las Directivas del Derecho del Mercado de Valores -en otras palabras- era compatible con las normas de la antigua Segunda Directiva de Sociedades [hoy Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades].

El TJUE no vio obstáculo para aceptar dicha responsabilidad. Incluso aunque esta exigiera reembolsar al adquirente el precio de adquisición de las acciones y hacerse cargo de ellas, como solicitaba el demandante en el procedimiento ante el tribunal austriaco. Tanto del tenor literal como de la finalidad de las disposiciones de la Segunda Directiva dirigidas a garantizar el mantenimiento del capital y la igualdad de trato de los accionistas -afirmaba el tribunal- “*se desprende que éstas sólo regulan las relaciones jurídicas entre la sociedad y sus accionistas establecidas exclusivamente sobre la base del contrato de sociedad y únicamente se refieren a las relaciones internas en el seno de la sociedad de que se trate*” (apartado núm. 27). Tales disposiciones -indicaba- “*no pueden oponerse a una normativa nacional que consagra el principio de la responsabilidad de las sociedades emisoras por la divulgación de información inexacta con infracción de la legislación relativa al mercado de capitales y que establece que, como consecuencia de esa responsabilidad, dichas sociedades están obligadas a reembolsar al adquirente el importe correspondiente al precio de adquisición de las acciones y a hacerse cargo de las mismas*” (apartado núm. 28). Y es que, razonaba el Tribunal, “*En efecto, en tal supuesto, la responsabilidad de la sociedad de que se trate frente a los inversores –que también son sus accionistas–, como consecuencia de las irregularidades cometidas por dicha sociedad con anterioridad a la adquisición de sus acciones o*

<sup>3</sup> V. sobre esa sentencia, las dos entradas de ALFARO en su Blog de Derecho Mercantil: “Más sobre la responsabilidad por folleto y las normas sobre integridad del capital”, 2014, disponible en: <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2014/02/mas-sobre-la-responsabilidad-por-folleto.html> y “¿Cómo se compatibiliza la protección del capital social con la responsabilidad por folleto?”, 2014, disponible en: <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2014/02/como-se-compatibiliza-la-proteccion-del-folleto.html>. Asimismo, v. mi posterior entrada en ese mismo Blog “Todavía más sobre la responsabilidad del folleto, nulidad del negocio de suscripción e integridad del capital social”, 2014, disponible en: <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2014/03/todavia-mas-sobre-la-responsabilidad.html>.

en el momento de adquirirlas, no dimana del contrato de sociedad ni se refiere únicamente a las relaciones internas en el seno de dicha sociedad. Se trata, en ese caso, de una responsabilidad que procede del contrato de adquisición de acciones” (apartado núm. 29).

El TJUE no pudo expresarse con mayor claridad. La responsabilidad del folleto tiene una naturaleza claramente distinta de las distribuciones de capital a los accionistas que el derecho de sociedades limita. Incluso aunque tal responsabilidad se materialice -como sucedía en el caso austriaco- en el reembolso al adquirente de las acciones del precio pagado para adquirirlas. “*Cuando la sociedad devuelve al accionista su aportación (o el precio de adquisición de las acciones en el mercado secundario) por vía de responsabilidad por folleto, no está devolviendo su capital a los accionistas*”, declaró el TJUE.

Otra de las cuestiones prejudiciales formuladas por el tribunal austriaco, la cuarta, se refería precisamente a la adecuación de la responsabilidad del folleto al régimen de nulidad de las sociedades. Concretamente, ese tribunal le preguntó acerca de si el régimen de nulidad contenido en la antigua Directiva 2009/101/CE [codificada, junto con otras, mediante la vigente Directiva (UE) 2017/1132], que solo la admite en supuestos tasados y con efectos *ex nunc*, se oponía a la anulación retroactiva de la adquisición de las acciones (mediante la compra por la sociedad de las acciones al precio de adquisición). La respuesta del Tribunal comunitario fue también negativa, aunque sin utilizar los argumentos adecuados. Realmente eludió el problema basándose en que la compra de las acciones del socio por la sociedad en el mercado secundario no equivale a anular la relación societaria con efecto retroactivo, sino que se trata de una forma de restablecer al perjudicado en la situación en la que se encontraba antes de que se produjera el acto lesivo (apartado núm. 53). Y además dejó entrever que para él los efectos *ex nunc* o *ex tunc* de la nulidad dependen de la conducta de la contraparte (apartado núm. 60), lo que carece por completo de sentido. El régimen de responsabilidad aplicable a las sociedades como consecuencia de que se infrinjan determinadas disposiciones de la legislación relativa al mercado de capitales -afirmó el TJUE- es completamente ajeno a los procedimientos de nulidad de sociedades establecidos en los artículos 12 y 13 de la Directiva 2009/101/CE. En consecuencia, dado que la anulación retroactiva del contrato de compra de acciones controvertido en el litigio principal no puede conllevar la nulidad de la sociedad, los artículos 12 y 13 de la Directiva 2009/101/CE -concluyó- son irrelevantes para la cuarta cuestión prejudicial planteada por el tribunal remitente.

En suma, para el TJUE en la sentencia objeto de comentario bajo el presente apartado, y eso es lo que importa en definitiva destacar, la responsabilidad del folleto frente a los inversores no tenía naturaleza societaria, de modo que las normas del derecho de sociedades que protegían el capital social y regulaban la nulidad de las sociedades contenidas en las citadas Directivas -equivalentes a las que hoy figuran en la Directiva (UE) 2017/1132- no la limitaban ni se oponían a ella.

Esta sentencia del TJUE, aunque respondía a cuestiones prejudiciales formuladas por un tribunal extranjero, como sabemos, no ha dejado de repercutir en nuestra jurisprudencia. Sirva como ejemplo la cita del propio Tribunal Supremo en sus sentencias núms. 23 y 24, ambas de 3 de febrero de 2016, tal y como se desprende del extracto siguiente: “*La Sentencia del TJUE de 19 de diciembre de 2013 (asunto C-174/12) confirma la preeminencia de las normas del mercado de valores sobre las normas de la Directiva de sociedades; o más propiamente, que las normas sobre responsabilidad por folleto y por hechos relevantes son lex specialis respecto de las normas sobre protección del capital para las sociedades cotizadas.*”

*Según la interpretación del TJUE, el accionista-demandante de la responsabilidad por folleto ha de ser considerado un tercero, por lo que su pretensión no tiene causa societatis, de manera que no le son de aplicación las normas sobre prohibición de devolución de aportaciones sociales. Es decir, los acreedores de la sociedad no están protegidos hasta el punto de que la sociedad no pueda contraer deudas de resarcimiento. Y ello abre la puerta, aunque la previsión legal parezca apuntar prioritariamente a la acción de responsabilidad civil por inexactitud en el folleto, a la posibilidad de la nulidad contractual por vicio del consentimiento, con efectos ex tunc (arts. 1300 y 1303 CC), cuando, como en el caso resuelto en la sentencia recurrida, dicho error es sustancial y excusable, y ha determinado la prestación del consentimiento”.*

## *2. El caso Banco Popular [Sentencia del TJUE (Sala Tercera) de 5 de mayo de 2022 (asunto C-410/20)]*

La segunda de las resoluciones sobre las que nos detendremos, sin duda una de las más relevantes dictadas por el TJUE en los últimos años, es la que se refiere a la posición de los inversores en acciones del Banco Popular (sentencia del TJUE, Sala Tercera, de 5 de mayo de 2022). Esa sentencia respondía a una petición de decisión prejudicial presentada por la Audiencia Provincial de La Coruña (Auto de 28 de julio de 2020), ante la que se seguía un procedimiento derivado de una demanda presentada por dos inversores contra el “Banco Santander, S.A.” (en adelante, Banco Santander) como sucesor del “Banco Popular Español, S.A.” (en adelante, Banco Popular). Como es sabido, el Banco Popular fue objeto de un procedimiento de resolución, dada su inviabilidad, esto es la incapacidad para hacer frente al pago de sus deudas o demás pasivos a su vencimiento o la existencia de elementos objetivos que indiquen que no podrá hacerlo en un futuro cercano, tal y como el BCE comunicó a la Junta Única de Resolución el día 6 de junio de 2017. Al día siguiente, la Comisión Europea adoptó la Decisión (UE) 2017/1246, por la que se aprobó el régimen de resolución del Banco Popular y la Junta Única de Resolución (Decisión de 7 de junio de 2017) acordó la resolución de la entidad y estableció el dispositivo correspondiente, ejecutado mediante la Resolución dictada ese mismo día por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, y que consistió en la venta

del negocio de la entidad al Banco Santander de conformidad con los artículos 22 y 24 del Reglamento (UE) n.º 806/2014, de 15 de julio de 2014, previa la amortización y conversión de las acciones y otros instrumentos de capital para la absorción de las pérdidas necesarias para alcanzar los objetivos de la resolución. Las acciones del Banco Popular fueron amortizadas sin reconocer a los accionistas derecho a indemnización. Se emitieron nuevas acciones que fueron suscritas por el Banco Santander por el precio de 1 euro, que posteriormente (28 de septiembre de 2018) procedió realizar una operación de fusión por absorción. Esta operación dio lugar a la extinción de la personalidad jurídica del Banco Popular y convirtió al Banco Santander en su sucesor a título universal<sup>4</sup>.

Unos años antes, en 2016, el Banco Popular había realizado una oferta pública de suscripción de las nuevas acciones emitidas en virtud de un aumento de capital. Ya hemos explicado que cuando una entidad solicita la admisión a negociación de valores en Bolsa o formula una oferta pública de venta o de suscripción de valores está obligada, entre otras cosas, salvo que se dirija exclusivamente a inversores cualificados [art. 1.4 a) Reglamento (UE) 2017/1129], a redactar un folleto informativo incluyendo toda la información necesaria sobre el emisor y los valores con el fin de que los inversores puedan tomar su decisión con conocimiento de causa y en caso contrario, esto es, si la información incluida en dicho documento es falsa o inexacta, o no contiene datos relevantes para que el inversor pueda hacerse un juicio fundado sobre el negocio que se le propone, el emisor, sus administradores, e incluso otras personas relacionadas de un modo u otro con la redacción del folleto, deberán responder de los daños y perjuicios que, como consecuencia, sufran los inversores [arts. 11 Reglamento (UE) 2017/1129 y 38 LMV].

Pues bien, ante las informaciones defectuosas contenidas en el folleto informativo de la mencionada oferta pública, que no reflejaban la imagen fiel de la entidad, algunos accionistas demandaron al Banco Popular (o al Santander, como sucesor) solicitando la declaración de nulidad de los contratos de suscripción de las acciones que habían adquirido, con la devolución de las cantidades entregadas. En particular, alegaban que su consentimiento estaba viciado por error. Entre otras resoluciones, se dictó la sentencia de 3 de junio de 2019, del Juzgado de Primera Instancia n.º 2 de La Coruña. En virtud de la misma, este tribunal declaró la nulidad del contrato de suscripción de acciones y ordenó la restitución a los demandantes de la inversión realizada, más los intereses correspondientes.

La sentencia fue apelada por el Banco Santander ante la Audiencia Provincial de La Coruña, y este órgano optó por suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia las dos cuestiones prejudiciales siguientes:

<sup>4</sup> Para más detalles, v. entre otros, TAPIA HERMIDA, “La crisis del Banco Popular. Estado de la cuestión”, *Libro Homenaje al Profesor Ubaldo Nieto de Alba*, Valencia, 2020, págs. 257 y ss.

- «1) Cuando, en el marco de un procedimiento de resolución de una entidad financiera, se han amortizado la totalidad de las acciones en que se dividía el capital social, los artículos 34[, apartado 1, letra a)], 53[, apartados 1 y 3], y 60[, apartado 2, párrafo primero, letras b) y c),] de la Directiva [2014/59], ¿deben interpretarse en el sentido de que se oponen a que quienes adquirieron sus acciones unos meses antes del inicio del procedimiento de resolución, con ocasión de una ampliación de capital con oferta pública de suscripción, puedan promover demandas de resarcimiento o demandas de efecto equivalente basadas en una defectuosa información del folleto de la emisión contra la entidad emisora o contra la entidad resultante de una fusión por absorción posterior?
- 2) En el mismo caso a que se refiere la [primera] pregunta [...], los artículos 34[, apartado 1, letra a)], 53[, apartado] 3, y 60[, apartado 2, párrafo primero, letras b) y c),] de la Directiva [2014/59], ¿se oponen a que se impongan judicialmente a la entidad emisora, o a la entidad que la suceda universalmente, obligaciones de restitución del contravalor de las acciones suscritas, así como de abono de intereses, como consecuencia de la declaración de nulidad, con efectos retroactivos (*ex tunc*), del contrato de suscripción de las acciones, en virtud de demandas promovidas con posterioridad a la resolución de la entidad?».

El 2 de diciembre de 2021, el Abogado General, Sr. J. Richard de la Tour, presentó sus conclusiones. Para el Abogado General, “la acción de responsabilidad por folleto incorrecto o incompleto, prevista en el artículo 6 de la Directiva 2003/71 y cuyas modalidades deben establecer los Estados miembros, está directamente relacionada con la condición de accionista de la persona que desea ejercitarla, contrariamente a la premisa en la que se asienta el razonamiento de los demandantes en el litigio principal. En efecto, para tener derecho a ejercitar una acción de responsabilidad, no basta con que un folleto sea incompleto o incorrecto, sino que es preciso que dicho folleto haya llevado al potencial adquirente a suscribir la oferta pública y a adquirir, en consecuencia, la condición de accionista”. De ello -continúa- “se desprende que la acción de responsabilidad está comprendida en la categoría de obligaciones o créditos que se consideran liberados a todos los efectos, siempre que no hayan vencido en el momento de la resolución, y que, por consiguiente, no podrán computarse en posibles procedimientos ulteriores de la entidad objeto de resolución o de otra sociedad que la suceda. Por lo tanto, no puede ejercitarse una acción de responsabilidad frente a la entidad o la sociedad que la suceda tras la fecha de la resolución bancaria en cuyo marco se ha llevado a cabo una recapitalización interna”.

Por lo que respecta a la segunda cuestión, el Abogado General estimó que la Directiva 2014/59 igualmente se opone a que se impongan judicialmente a la entidad emisora, o a su sucesora universal, obligaciones de restitución del con-

travalor de las acciones suscritas como consecuencia de la declaración de nulidad, con efectos retroactivos, del contrato de suscripción de las acciones, en virtud de demandas promovidas con posterioridad a la resolución de la entidad.

El TJUE, por su parte, no se apartó del criterio establecido por el Abogado General y declaró que las disposiciones de la Directiva 2014/59/UE [artículo 34, apartado 1, letra a), en relación con las del artículo 53, apartados 1 y 3, y con las del artículo 60, apartado 2, párrafo primero, letras b) y c)] debían interpretarse en el sentido de que se oponían a que, tras la amortización total de las acciones de la entidad objeto de un procedimiento de resolución, quienes hubieran adquirido acciones en el marco de una oferta pública de suscripción realizada por dicha entidad, antes del inicio de tal procedimiento de resolución, ejercitasen, contra esa entidad o contra su sucesora, una acción de responsabilidad por la información contenida en el folleto, como se prevé en el artículo 6 de la -ya derogada- Directiva 2003/71/CE, o una acción de nulidad del contrato de suscripción de esas acciones, que, por sus efectos retroactivos, daba lugar a la restitución del valor de tales acciones, más los intereses devengados desde la fecha del contrato.

Esa doctrina del TJUE fue seguida, en primer lugar, por la propia Audiencia Provincial de La Coruña que había formulado las cuestiones prejudiciales (sentencia núm. 276/2022, de 10 de noviembre), así como, igualmente, por el Tribunal Supremo y otros tribunales inferiores. Ello sirvió para desestimar las numerosas acciones ejercitadas por los inversores en acciones del Banco Popular perjudicados por las informaciones defectuosas contenidas en el folleto informativo de la referida oferta pública de suscripción y que solicitaban la nulidad de sus contratos con la restitución de las sumas entregadas y, subsidiariamente por lo general, la indemnización de los daños sufridos<sup>5</sup>.

### 3. *¿Naturaleza societaria de la responsabilidad del folleto?*

El TJUE ha mantenido, como se ve, una línea incoherente con respecto a la protección de los inversores ante los daños derivados de la información falsa o reticente divulgada por los emisores en los mercados de valores. En

<sup>5</sup> Conviene dejar constancia de que el Tribunal Supremo ha acordado recientemente (Sala de lo Civil, Auto de 15 de diciembre de 2022) remitir al TJUE una nueva cuestión prejudicial relacionada con el asunto del Banco Popular. El Supremo duda sobre el alcance de la liberación de las obligaciones y responsabilidades del Banco Santander, una vez resuelto el Banco Popular. Pregunta, más concretamente, sobre si los créditos derivados de la responsabilidad frente a quienes sufrieron daños en la adquisición de productos financieros no afectados por las medidas de resolución (bonos subordinados convertibles en acciones), pero que finalmente terminaron convirtiéndose en acciones del Banco mencionado se deben considerar pasivos afectados y por tanto liberados e inoponibles al Banco Santander como sucesor del Popular o bien se mantienen, de modo que se le podrían exigir a la citada entidad. A ello se refiere, brevemente, TAPIA HERMIDA en “Efectos de las cuestiones prejudiciales ante el Tribunal de Justicia sobre la jurisprudencia de los Estados Miembros de la UE: el caso español”, *La Ley Unión Europea*, núm. 111, 2023.

algunas sentencias (caso *Hirrmann*) se ha mostrado favorable a otorgar plena tutela a los inversores defraudados, la que resulta de la aplicación de las normas generales de obligaciones y contratos -y especiales del derecho del mercado de valores- mientras en otras (caso *Banco Popular*) ha relegado sus derechos sometiéndolos a las reglas societarias de protección del capital y permitiendo que queden, en caso de crisis, afectados por las reducciones de capital y consiguientes amortizaciones de las acciones para compensar pérdidas.

Es llamativo que el TJUE niegue la contradicción entre las dos resoluciones estudiadas en los apartados anteriores. En la última de ellas (caso *Banco Popular*), considera que su afirmación de que la Directiva 2014/59/UE excluye el ejercicio, con posterioridad a la resolución de la entidad de crédito o empresa de servicios de inversión, de acciones de responsabilidad del folleto (art. 6 de la Directiva 2003/71/CE) o de nulidad del contrato de suscripción de acciones contra dicha entidad emisora del folleto o aquella que le suceda no “*queda desvirtuada por la sentencia de 19 de diciembre de 2013, Hirrmann (C-174/12, EU:C:2013:856), apartados 23 y 28, en la que el Tribunal de Justicia declaró, en particular, que las disposiciones de la Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, Segunda Directiva tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo [54 TFUE], con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO 1977, L 26, p. 1; EE 17/01, p. 44), cuyo objetivo consiste en garantizar el mantenimiento del capital social de las sociedades anónimas y la igualdad de trato de los accionistas, no pueden oponerse a una medida nacional de transposición de la Directiva 2003/71 que, por un lado, prevé la responsabilidad de las sociedades emisoras por la divulgación de información inexacta y, por otro, las obliga, por razón de esa responsabilidad, a reembolsar al adquirente el importe correspondiente al precio de adquisición de las acciones y a hacerse cargo de estas. En efecto -continúa el TJUE- en el asunto que dio lugar a dicha sentencia, se discutían directivas de la Unión sobre Derecho de sociedades cuya aplicación debe conciliarse en la medida de lo posible, mientras que el asunto del litigio principal versa sobre la aplicación de la Directiva 2014/59, que, como se ha expuesto en los apartados 36 y 37 de la presente sentencia, establece un régimen de excepción al régimen general de los procedimientos de insolvencia, el cual está comprendido en el ámbito del Derecho común de sociedades, a fin de preservar el interés general consistente en garantizar la estabilidad del sistema financiero”*”.

Estas afirmaciones del TJUE no se pueden aceptar. La simple lectura de la sentencia *Hirrmann* las desmiente. No se trataba en aquel caso de conciliar disposiciones del derecho de sociedades, como defiende ahora el tribunal comunitario, sino de derecho de sociedades, de una parte y del mercado de capitales, de otra. Así lo afirmó con claridad el mismo TJUE en la citada sentencia del año 2013: “*la responsabilidad de la sociedad de que se trate frente a los*

*inversores –que también son sus accionistas–, como consecuencia de las irregularidades cometidas por dicha sociedad con anterioridad a la adquisición de sus acciones o en el momento de adquirirlas, no dimana del contrato de sociedad ni se refiere únicamente a las relaciones internas en el seno de dicha sociedad. Se trata, en ese caso, de una responsabilidad que procede del contrato de adquisición de acciones”. “Tanto del tenor literal como de la finalidad de las disposiciones mencionadas en los dos apartados anteriores -indica en otro apartado, refiriéndose a las contenidas en la Segunda Directiva de derecho de sociedades- se desprende que éstas sólo regulan las relaciones jurídicas entre la sociedad y sus accionistas establecidas exclusivamente sobre la base del contrato de sociedad y únicamente se refieren a las relaciones internas en el seno de la sociedad de que se trate.”*

La sentencia del TJUE en el caso *Banco Popular* merece, también por lo demás, una valoración negativa<sup>6</sup>. La razón fundamental es su equivocada concepción, a nuestro juicio, del derecho de los inversores frente al emisor a la indemnización del daño sufrido a consecuencia de la información defectuosa contenida en el folleto como un derecho del accionista derivado del contrato de sociedad. Tal derecho no tiene *causa societatis*; no se pueden considerar devoluciones de las aportaciones ni distribuciones a los socios las indemnizaciones satisfechas para compensar los daños sufridos por el inversor; sencillamente responden a la reparación de un daño que la sociedad -a través de sus órganos- causó a dicho sujeto. Los acreedores no están protegidos hasta el punto de que la sociedad no pueda contraer deudas de resarcimiento. Las reglas que las reconocen no son pues reglas de derecho de sociedades, sino de derecho de obligaciones y contratos. Ello significa que la posición de estos sujetos, aunque reúnan la condición de accionista, es la de acreedores<sup>7</sup>. Para el Tribunal comu-

<sup>6</sup> En nuestra doctrina, ha sido recibida críticamente. V. entre otros, ZUNZUNEGUI, en su breve artículo “No hay estabilidad sin confianza. Comentario a la sentencia del TJUE de 5 de mayo de 2022 que priva a los inversores que suscribieron acciones de Banco Popular con un folleto falso de su derecho a ser indemnizados”, *Hay Derecho*, 9 de mayo de 2022, <https://www.hayderecho.com/2022/05/09/no-hay-estabilidad-sin-confianza/>; asimismo, COLINO MEDIAVILLA, que ha tratado el tema en varias ocasiones. Por ejemplo, “La resolución del banco popular y los créditos contingentes causados por información incorrecta en un folleto de emisión de acciones (comentario a la STJUE de 5 de mayo de 2022.C-410/20)”, *RGI&R*, núm. 6, 2022, págs. 333-350, para quien la sentencia no es conforme a Derecho, por no interpretar correctamente el régimen de la resolución. Considera ese autor que “esa interpretación incorrecta del régimen de la resolución conduce a la STJUE a excluir la aplicación de la norma que protege al inversor en el mercado de valores respecto a la difusión de información incorrecta en un folleto de emisión, perjudicando la confianza en el funcionamiento de dicho mercado sin ser necesario para conseguir los objetivos perseguidos por la resolución”. Y “que, al excluir la aplicación de la regulación del mercado de valores, la STJUE niega el derecho de resarcimiento por folleto defectuoso y la acción para reclamarlo, lo que supone -según COLINO- una vulneración de los derechos fundamentales de propiedad y a la tutela judicial efectiva”.

<sup>7</sup> De otra opinión es CARRASCO PERERA (“El culebrón de la OPV del extinto Banco Popular”, *Actualidad Jurídica Aranzadi* num. 983/2022 parte Tribuna), para quien “El actor (accionista), que no podría obtener (normativamente) ningún pago de la entidad bancaria concu-

nitario, en cambio, la Directiva que reconoce las acciones de responsabilidad del folleto está materialmente comprendida entre las «directivas de la Unión sobre Derecho de sociedades», que pueden ser exceptuadas siempre que su aplicación pueda privar de eficacia u obstaculizar la aplicación de un procedimiento de resolución.

Ello se ve más claro, a mi parecer, si se observa que la responsabilidad por la difusión de informaciones engañosas contenidas en el folleto informativo puede surgir también frente a quien adquiere valores en el mercado secundario -ese era precisamente el caso objeto de la STJUE comentada en el apartado anterior o de la de nuestro TS de 1 de junio de 2021 (núm. 380)- o incluso -aunque sea más excepcional y requiera mayor esfuerzo probatorio- frente a quien ni siquiera adquirió los valores y por tanto nunca llegó a ser socio. Aunque la legislación sobre responsabilidad del folleto menciona a los titulares de valores adquiridos, ello no significa que, por aplicación de las normas del derecho común, no pueda actuar el inversor pasivo, que sufrió daño por haber dejado de adquirir confiando en la información contenida en el folleto.

La solución propuesta se justifica también de otra manera: suponiendo que los acreedores aceptarían *ex ante* que se garantizase a los suscriptores e inversores la indemnización de los daños experimentados, pues de esa forma se favorece la capitalización de las sociedades cotizadas y se reduce el riesgo de concederles crédito<sup>8</sup>. Es muy probable, efectivamente, que relegar a quienes acuden a prestar capital a las sociedades cotizadas confiando en la veracidad de la información suministrada por la sociedad y son, sin embargo, defraudados, independientemente de su mayor o menor justicia, produjese efectos no deseados más allá del caso concreto que terminarían por perjudicar -muy seriamente la financiación de las sociedades cotizadas.

Así pues, dado que el dispositivo de resolución del Banco Popular limitaba la amortización y conversión a las acciones y otros instrumentos de capital para la absorción de las pérdidas necesarias para alcanzar los objetivos de la resolución, los derechos de los inversores a la indemnización de los daños sufridos no podían constituir pasivos afectados.

Nada de ello afecta, como es obvio, al principio, recogido por la Directiva 2014/59/UE, de que son los accionistas, seguidos por los acreedores, de una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión objeto del proce-

---

sada (resuelta) en su condición de tal accionista -porque está sujeto a sufrir el sacrificio del *bail-in* antes que nadie-, no puede obtenerlo tampoco mediante el ejercicio de una acción que, en virtud de su eficacia retroactiva, colocara al actor en un instante previo de su condición de accionista, y permitiera formular una pretensión de pagos frente a aquella entidad, basada en patologías del contrato por el que llegó a ser accionista. No importa el pasado previo a la condición de accionista si este pasado hubiera de ser utilizado para derivar frente a la entidad algún pago que no podría recibir de seguir siendo accionista conforme a la normativa de resolución”.

<sup>8</sup> Lo destaca ALFARO en “Más sobre la responsabilidad por folleto y las normas sobre integridad del capital”, 2014, disponible en: <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2014/02/mas-sobre-la-responsabilidad-por.html>.

dimiento de resolución quienes deben soportar prioritariamente las pérdidas sufridas como consecuencia de la aplicación de dicho procedimiento. Ello es perfectamente compatible con afirmar el mantenimiento de los derechos de los inversores defraudados, sean o no accionistas, a la indemnización de los daños sufridos.

Más allá de lo anterior, tampoco es acertado el modo de afrontar la cuestión por el TJUE. No se trataba de resolver una contradicción entre Directivas, mediante la ponderación de los intereses que cada una de ellas persigue para terminar sacrificando la aplicación de una u otra<sup>9</sup>. Podemos estar de acuerdo con el TJUE cuando asigna a las normas contenidas en la Directiva del folleto la función de proteger el interés general en garantizar en toda la Unión una protección fuerte y coherente de los inversores, o en la existencia de un interés general consistente en garantizar la estabilidad del sistema bancario y financiero y en evitar un riesgo sistémico que inspira una norma como la Directiva 2014/59/UE. Incluso podemos compartir que este interés general prevalece en caso de conflicto sobre el que busca garantizar una protección fuerte y coherente de los inversores. Pero es perfectamente posible compaginar ambos intereses. Queremos decir que garantizar la estabilidad del sistema bancario y financiero y evitar un riesgo sistémico no exige privar a los inversores del derecho a la indemnización de los daños experimentados<sup>10</sup>, y por tanto ese modo de razonar no permite resolver el problema. Este se resuelve mucho mejor estableciendo la naturaleza de la responsabilidad por folleto y aplicándole las consecuencias que proceda a los créditos correspondientes, de acuerdo con el dispositivo de resolución de la entidad y, en particular, los instrumentos afectados por las medidas de amortización y conversión.

Tampoco recurriendo, como hace el TJUE, a las excepciones que justificaría la Directiva 2014/59/UE en las normas de derecho de sociedades se encuentra un argumento aceptable. Su considerando núm. 120 establece, en efecto, que *“las directivas de la Unión sobre Derecho de sociedades contienen normas obligatorias para la protección de los accionistas y acreedores de las entidades que entran en su ámbito de aplicación. En una situación en la que las autoridades de resolución tengan que actuar con rapidez, estas normas pueden suponer un obstáculo para una actuación eficaz, por lo que se debe incluir en la presente Directiva la utilización, por parte de las autoridades de resolución, de competencias e instrumentos de resolución y de excepciones adecuadas”*.

Primero, no se razona adecuadamente cuando se da por supuesto aquello que hay que decidir, que es precisamente el carácter de la responsabilidad.

<sup>9</sup> Crítico con este modo de razonar del TJUE, asimismo, COLINO MEDIÁVILLA, “La resolución del banco popular”, *cit.*, págs. 338 y ss.

<sup>10</sup> Estoy de acuerdo con ZUNZUNEGUI en su breve artículo “No hay estabilidad sin confianza. Comentario a la sentencia del TJUE de 5 de mayo de 2022 que priva a los inversores que suscribieron acciones de Banco Popular con un folleto falso de su derecho a ser indemnizados”, *Hay Derecho*, 9 de mayo de 2022, <https://www.hayderecho.com/2022/05/09/no-hay-estabilidad-sin-confianza/>.

Pero, en segundo lugar, aun aceptando que tuviera carácter societario, la Directiva 2014/59/UE exige, a fin de garantizar la máxima seguridad jurídica para los interesados, que las excepciones se definan de manera clara y precisa, y solo se deben aplicar en aras del interés público y cuando se den las condiciones para poner en marcha un proceso de resolución<sup>11</sup>.

La responsabilidad del folleto, en definitiva y por las razones más arriba expuestas, no tiene carácter societario y no hay pues razón para que los inversores perjudicados no reciban el mismo trato que los restantes acreedores. Ello supone que la sociedad deberá afrontar esas indemnizaciones sin que sean aplicables las reglas de protección del capital y, si por efecto de la crisis de la sociedad, se reduce el capital para compensar las pérdidas, no sufren los inversores merma alguna de sus derechos. Lo mismo en el caso de que tales medidas de saneamiento deriven de un dispositivo de resolución previsto para las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, como el que se aplicó al Banco Popular. Ninguno de los argumentos contenidos en la sentencia del TJUE en el caso *Banco Popular* obliga a revisar esta conclusión.

#### 4. Nulidad del contrato de suscripción y restitución de la aportación

Cabe preguntarse, yendo un poco más allá, si las conclusiones anteriores pueden mantenerse cuando de lo que hablamos no es de la indemnización del daño sino de la anulación del contrato de suscripción de los valores y la restitución al socio defraudado de la correspondiente aportación. En el caso que dio lugar a la sentencia del TJUE sobre el Banco Popular, los demandantes solicitaban justamente la declaración de nulidad de los contratos de suscripción, con la devolución de las cantidades entregadas. Pretensión que fue, como explicamos, estimada por el Juzgado de Primera Instancia n.º 2 de La Coruña.

El TJUE trata de la misma forma las acciones de responsabilidad por la información defectuosa contenida en el folleto -previstas en el artículo 6 de la antigua Directiva 2003/71/CE, actual artículo 11 del Reglamento (UE) 2017/1129- y las de nulidad del contrato de suscripción de las acciones que, por su efecto retroactivo, da lugar a la restitución del contravalor de tales acciones. Sin embargo, previamente, el Abogado General había distinguido entre unas y otras<sup>12</sup>, si bien para llegar a la misma conclusión: la de que tras la resolución de la entidad no cabía el ejercicio de ninguna de las dos: ni de las demandas de rescamiento basadas en la información defectuosa del folleto de la emisión contra la emisora o la entidad resultante de una fusión por absorción posterior,

<sup>11</sup> Lo destaca asimismo ZUNZUNEGUI (v. nota a pie núm. 10).

<sup>12</sup> Aunque utilizando argumentos discutibles, como que un demandante solo tiene legitimación para ejercitar una acción de nulidad si sigue vinculado por el contrato en el momento en el que la ejercita o de que el accionista cuyas acciones han sido amortizadas y canceladas deja de tener legitimación activa, puesto que, tras la resolución, pierde su condición de accionista. Como, con buen criterio, ha afirmado CARRASCO, (“El culebrón de la OPV”, *cit.*) ninguna de las dos cosas es cierta.

ni tampoco las dirigidas a exigir la restitución del contravalor de las acciones suscritas como consecuencia de la declaración de nulidad *ex tunc* del contrato de suscripción de las acciones.

Antes de contestar, he de decir que la nulidad de los contratos de suscripción de valores, aunque se admita por aplicación de las reglas del derecho común, debería restringirse todo lo posible, tiene que ser un remedio absolutamente excepcional<sup>13</sup>, entre otras cosas, porque afecta a la cifra de capital de la sociedad y puede repercutir sobre la propia operación de ampliación (en parte lo hará necesariamente, pero, según hasta dónde se lleven los efectos de la nulidad, podría incluso derrotar la operación en su totalidad, si no se hubiera previsto la suscripción incompleta). Además de perturbar la vida de la sociedad, la nulidad del contrato no mejora la situación del inversor defraudado; la indemnización de los daños sin nulidad tiene para él la misma utilidad, dado que, salvo caso excepcional, los valores adquiridos podrán realizarse fácilmente en el mercado secundario.

Nuestros tribunales, sin embargo, cuando la información del folleto es defectuosa, a pesar de la existencia de ese régimen especial de responsabilidad, no dejan de ser propensos a aceptar la anulación de los negocios de suscripción por vicios del consentimiento (especialmente, el error), sin prestar atención a los inconvenientes que ello comporta, tal y como acabamos de explicar. De ello tenemos numerosos ejemplos en la jurisprudencia, incluida la del Tribunal Supremo. Uno de ellos lo proporcionan las numerosas sentencias del propio Tribunal Supremo sobre el caso de Bankia, anteriores -v. especialmente las dos del año 2016 (Sala de lo Civil, núms. 23 y 24, ambas de 3 de febrero)- y posteriores a la STJUE del año pasado.

Es muy importante distinguir según los efectos de la nulidad. La nulidad con efectos *ex tunc* supone que, jurídicamente, el socio no adquirió ni mantuvo en realidad tal condición y por eso el crédito dirigido a la restitución de su aportación no tiene naturaleza societaria sino la misma que el de cualquier otro acreedor. La nulidad con efecto retroactivo además de compensar el daño que el inversor haya sufrido, le libera del riesgo empresarial asociado a la condición de accionista durante el tiempo que inválidamente la mantuvo; tal riesgo no recae sobre el inversor sino sobre el emisor, es decir, sobre los restantes socios, lo que no deja de tener sentido si el inversor logró demostrar que no habría suscrito las acciones de haber sido cierta la información contenida en el folleto; no, por tanto, si solo quedó probado que habría pagado un precio inferior de haber sido correcta la información contenida en el folleto. Esa es la consecuencia que se desprende del artículo 1303 CC, que impone, declarada la nulidad de una obligación, a los contratantes la restitución recíproca de las cosas que hubiesen sido materia del contrato, con sus frutos, y el precio con los

<sup>13</sup> En el mismo sentido se orienta la generalidad de los autores que han tratado específicamente sobre la responsabilidad del folleto. Existe, incluso un sector de la jurisprudencia menor que va más allá y considera, como el propio Tribunal Supremo reconoce (v. SSTs 23 y 24/2016, de 3 de febrero), que la anulación del contrato no es un remedio disponible.

intereses. Hay que tener en cuenta que la nulidad del negocio de suscripción no obliga al suscriptor a devolver las acciones; estas no se restituyen, sino se amortizan; la devolución de las acciones se corresponde con su amortización como consecuencia de la reducción del capital. Por eso, no debe variar la solución -restitución de las sumas entregadas- cuando los valores hubiesen sido ya amortizados para compensar pérdidas, como ocurría en el caso objeto de la sentencia del TJUE sobre el Banco Popular. La jurisprudencia, en ocasiones, no lo ha estimado así y esa interpretación errónea le ha conducido a resultados absurdos. V., por ejemplo, la sentencia del TS de 15 de diciembre de 2021<sup>14</sup>, que termina obligando a los inversores defraudados, previa anulación por error de sus contratos, a compensar a la entidad por la pérdida de valor de las acciones adquiridas desde el momento de la adquisición hasta el de su amortización como consecuencia de la resolución del Banco Popular. Pero además de evitar el riesgo empresarial, el inversor que obtiene la anulación de su contrato de suscripción no queda sometido a las normas de protección del capital.

Uno de los argumentos más poderosos en contra de admitir la nulidad *ex tunc* y la consiguiente restitución de las aportaciones derivada de la anulación del contrato de suscripción sin someterse a las reglas de protección del capital ni reconocer preferencia a los acreedores sociales (también se puede utilizar frente a la adquisición por la sociedad de sus acciones pagando al inversor el precio satisfecho, caso de la sentencia del Tribunal de Justicia) se basa en traer a colación las normas que regulan la nulidad de las sociedades. Reglas que como todos sabemos, además de circunscribir la nulidad a casos excepcionales, limitan sus efectos (apertura de la liquidación v. art. 57 LSC) para proteger a los acreedores que confiaron en la existencia de la sociedad. Primero, los acreedores y en último lugar, los socios vienen a decir esas normas. Pues bien, podría sostenerse que si los efectos de la nulidad de las sociedades son *ex nunc* y los acreedores prevalecen siempre sobre los socios, la misma regla debería aplicarse cuando la nulidad afectase al contrato de suscripción. De forma que la liquidación de la aportación del socio (o el cobro del precio por la venta de sus acciones a la sociedad) quedaría sujeto a las reglas de protección del capital y su derecho postergado en caso de concurso o resolución frente a los de los acreedores sociales.

Sobre ello fue preguntado, como ya explicamos, el Tribunal de Justicia (4ª cuestión prejudicial). Concretamente el tribunal austriaco le inquirió acerca de si el régimen de nulidad contenido en el Directiva 2009/101/CE se oponía a la anulación retroactiva de la adquisición de una participación (compra por la sociedad de la participación del inversor al precio de adquisición). La respuesta del Tribunal fue negativa, aunque realmente eludió el problema basándose en que la compra de las acciones del socio por la sociedad en el mercado secunda-

<sup>14</sup> Comentada por RUIZ ARRANZ, “El moderno mortuus redhibetur: restitución derivada de la nulidad y resolución de Banco Popular. Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de diciembre de 2021”, *ADC*, vol. 75, núm. 3, 2022, págs. 1315-1344.

rio no equivale a anular la relación con efecto retroactivo, sino que se trata de una forma de restablecer al perjudicado en la situación en la que se encontraba antes de que se produjera el acto lesivo (apartado núm. 53).

Más allá de las razones del Tribunal de Justicia, a mí no me convence la aplicación a estos casos del régimen de la sociedad nula. En primer lugar, los acreedores que protegen las normas que regulan la nulidad de las sociedades son siempre –es obvio- posteriores a la producción de la causa de nulidad, mientras que aquí habrá acreedores anteriores y posteriores. Pensando en los primeros, me parecería excesivo que se les reconociera preferencia sobre quienes hicieron posteriormente aportaciones sin causa a la sociedad y ni siquiera llegaron a ser válidamente socios, de forma que desde ese punto de vista no vería inconveniente alguno en aplicar sin más las normas del derecho de obligaciones y contratos. El mayor problema se da con respecto a los acreedores posteriores porque éstos –algunos, al menos- sí pudieron confiar en la cifra de capital ampliada y en su cobertura patrimonial. Sin embargo, su posición no llega a ser, en mi opinión, equivalente a la de los acreedores de la sociedad nula. Primero, por el hecho de que la sociedad aquí no desaparece, y tampoco lo hace obviamente su deuda. Segundo, porque la nulidad del negocio de suscripción (no es que sea más grave por haber sido provocada, como parece sugerir el Tribunal de Justicia) irá generalmente acompañada de la responsabilidad civil de sujetos diferentes de la propia sociedad, como sus administradores –sobre quienes recae el protagonismo principal-, así como en muchos casos, los auditores de cuentas y otros expertos que hayan intervenido en la redacción del folleto o en la preparación de la información en él contenida, de modo que es probable que el patrimonio social pueda verse –al menos parcialmente- resarcido.

En definitiva, por las razones expuestas, yo no descartaría aplicar a los negocios de suscripción de valores afectados por un vicio del consentimiento el régimen común de la nulidad contractual, reconociendo a los inversores defraudados el *status* de los demás acreedores. Ello les libera del riesgo empresarial, así como de las limitaciones para recuperar su aportación que las exigencias de la protección del capital imponen. La consecuencia en el caso objeto de la STJUE (*Banco Popular*) sería que los derechos de los inversores a la restitución de sus aportaciones por efecto de la anulación de sus contratos no quedarían tampoco afectados por la resolución de la emisora mediante la amortización de todas sus acciones. Conservarían los inversores los derechos mencionados frente a la entidad o su sucesora.

## 5. Conclusión

Así pues, ni la indemnización de los daños causados a los inversores en el mercado primario por la información defectuosa contenida en el folleto, ni tampoco la restitución de las sumas entregadas por los suscriptores en caso de anulación del contrato poseen carácter societario, no las consideraría distribuciones del capital a los socios. En ambos casos –indemnización, restitución- se

transfieren efectivamente fondos de la sociedad que ingresan en el patrimonio del accionista (o del que no llegó a serlo), pero en el primer caso, la sociedad indemniza un daño, y en el segundo, restituye cantidades pagadas sin causa, en cumplimiento de contratos nulos, por quienes nunca llegaron a ser socios. La consecuencia es que los mencionados derechos de los inversores no están sometidos a las reglas de protección del capital, y en caso de crisis, no son los primeros que han de soportar las pérdidas. También significa, en contra del criterio del TJUE en la sentencia del caso *Banco Popular*, que no se extinguen cuando el emisor sea una entidad de crédito cuyas acciones se hubieran amortizado para compensar las pérdidas como resultado de un procedimiento de resolución de los que regula la Directiva 2014/59/UE.