



REVISTA LEX MERCATORIA
ISSN 2445-0936



Vol. 18, 2021. Artículo 3
DOI: 10.21134/lex.vi18.1428

LA ACCIÓN DE RESPONSABILIDAD EFECTUADA POR LOS INVERSORES CUALIFICADOS CON MOTIVO DEL FOLLETO EMITIDO EN LAS OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES DE NATURALEZA MIXTA

Carlos Soler Samper

*Profesor Asociado de Derecho Mercantil. Área de Derecho Mercantil.
Departamento de Ciencia Jurídica, Universidad Miguel Hernández de Elche*

Carlos Soler Samper

Resumen

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante "TJUE") se pronunció el pasado mes de junio sobre uno de los procedimientos judiciales de máxima actualidad, tal y como es el litigio existente entre la entidad Bankia (actualmente Caixabank) y la Unión Mutua Asistencial de Seguros. En concreto, dilucidó algunos aspectos que precisan un mayor desarrollo normativo y jurisprudencial, esto es: la posibilidad de llevar a cabo una acción de responsabilidad por parte de los inversores cualificados por el folleto emitido para una oferta pública de suscripción de acciones. Asimismo, se pronunció sobre la posibilidad de valorar el grado de conocimiento de los inversores cualificados de la situación económica del emisor de la oferta pública de suscripción de acciones al margen del folleto y en función de sus relaciones jurídicas o mercantiles con dicho emisor.

Carlos Soler Samper

I. SENTENCIA DEL TJUE DE 3 DE JUNIO DE 2021: SUPUESTO DE HECHO CONTROVERTIDO.

En el presente artículo se procederá a comentar uno de los pronunciamientos más recientes del TJUE. Nos referimos a la sentencia de 3 de junio de 2021 C-910/19, en la que encontramos como partes del litigio: a Bankia, S.A. (en adelante “Bankia”) y a la Unión Mutua Asistencial de Seguros (en adelante “UMAS”), entidad que tenía como objeto la actividad aseguradora en régimen mutualista. Pero antes de proceder al análisis jurídico de esta sentencia del TJUE consideramos necesario reflejar el contexto y los hechos precedentes a la misma.

En primer lugar debemos remontarnos al año 2011, concretamente al mes de julio, momento en el que Bankia presentó una oferta pública de suscripción de acciones (en adelante “OPS”). La OPS operada por Bankia para llevar a cabo su salida a bolsa se dividía en dos tramos: (i) un tramo dirigido a los denominados “inversores cualificados”; y (ii) otro tramo destinado a los “inversores minoristas” los cuales, según el 2.1, letra e) de la Directiva 2003/71¹, son aquellos que no se encajan dentro de la tipología de “cualificados”. Además, el segundo de los tramos también se dirigía a empleados y a administradores de Bankia.

Los tramos expuestos desplegaron sus efectos el día 29 de junio de 2011, fecha en la que se produjo el registro del folleto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”). Con ello se inició el denominado “período de prospección de la demanda” (plazo para la captación

de inversores en el que los inversores “cualificados” podían realizar propuestas de suscripción), finalizando el 18 de julio de 2011. Terminado dicho límite temporal el precio de las acciones se fijó en 3,75 euros de igual forma tanto para los inversores minoristas como para los institucionales (inversores con presencia en los mercados de valores con grandes volúmenes y diferenciados dentro de la categoría de “cualificados”).

El 5 de julio de 2011 UMAS suscribió una orden de compra de 160.000 acciones. Teniendo en cuenta que, tal y como hemos indicado, cada acción tenía un valor de 3,75 euros el desembolso total ascendió a 600.000 euros. Cabe señalar el llamativo hecho de que, con anterioridad a dicha suscripción y como se refleja en la sentencia del TJUE, Bankia contactó previamente con UMAS, clasificada dentro de la tipología de inversores “cualificados”.

A pesar de los hechos expuestos Bankia llevó a cabo, con posterioridad, una reformulación de sus cuentas anuales. Esto último tuvo una consecuencia de gran amplitud en tanto que las acciones perdieron todo su valor en el mercado secundario, suspendiéndose su cotización. Tras conocer dicha circunstancia UMAS interpuso una demanda contra Bankia solicitando, con carácter principal, la nulidad de la operación efectuada por causa de un error en el consentimiento en la compra de acciones. Con carácter subsidiario se solicitó la responsabilidad de Bankia por la falta de veracidad en el folleto.

En primera instancia el tribunal declaró la nulidad de la adquisición de acciones, ordenando la restitución de las cantidades que en su día abonó

1 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.

Carlos Soler Samper

UMAS sin pronunciarse sobre la responsabilidad de Bankia. Ésta última interpuso recurso de apelación ante la Audiencia Provincial de Madrid, quien desestimó la acción de nulidad de UMAS, pero sí estimó la acción de responsabilidad de Bankia por el folleto emitido. Con todo ello, Bankia interpuso un recurso de casación ante el Tribunal Supremo (en adelante "TS"), el cual ya había declarado en procedimientos anteriores, a instancias de inversores minoristas, que el folleto emitido por Bankia contenía graves inexactitudes respecto a la verdadera situación financiera de esta entidad.

Tal y como se expone en la sentencia del TJUE, el TS indica que la existencia del tramo minorista de la OPS había obligado a la publicación del folleto que, aún sin tener por destinatarios a los inversores cualificados, pudo haber influido en la decisión de inversión por parte de estos. El TS puntualiza que ni la Directiva 2003/71 ni la legislación española regulan, de forma expresa, la posibilidad por parte de los inversores cualificados de exigir la responsabilidad del emisor por un folleto inexacto cuando se realiza una OPS mixta (esto es, dirigida tanto a inversores cualificados como minoristas).

Como bien expone la sentencia, reviste de especial curiosidad reflejar la comparativa efectuada por el TS. El tribunal por un lado señala que la Directiva 2003/71, en su artículo 3.2, excluye la obligación de emitir un folleto en las ofertas dirigidas de forma exclusiva a inversores cualificados. Se presupone que estos inversores gozan de capacidad y medios de información que les permiten tomar una decisión sabedora de todas las circunstancias a tener en consideración. No obstante, el TS distingue también que en el considerando 27 de la mencionada directiva expresa la obligación de proteger a los inversores mediante la garantía de la publicación de información fiable, sin distin-

guir en función de las diferentes clases de inversores.

II. SOBRE LAS CUESTIONES PREJUDICIALES PLANTEADAS Y SU ANÁLISIS POR PARTE DEL TJUE.

Derivado de lo anteriormente expuesto el TS acordó suspender el procedimiento y plantear, así, dos cuestiones prejudiciales al TJUE que son las siguientes:

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 anterior 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.)?"*

Respecto a la primera cuestión prejudicial el TJUE establece que el artículo 6 de la Directiva 2003/71, en relación con el artículo 3.2 a) de la misma, debe interpretarse en el sentido de que, en el caso de una OPS que va dirigida tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados, la acción de responsabilidad por la información contenida en el folleto ampara a ambos inversores, es decir: tanto a los inversores minoristas como a los inversores cualificados.

Carlos Soler Samper

El TJUE determina que no cabe deducir que los inversores cualificados carezcan de la posibilidad de ejercitar la acción de responsabilidad prevista en el artículo 6 de la Directiva 2003/71 por la información contenida en folletos publicados en virtud de su artículo 3, apartado 1.

Es decir, y tal como el TJUE afirma: *“en el caso de una oferta mixta, como es la controvertida en el litigio principal, que se dirige tanto a inversores cualificados como a inversores minoristas, todos ellos, con independencia de su condición, disponen de ese documento, que [...] se entiende que contiene información completa y fiable que es legítimo invocar. Por otra parte, [...] las excepciones a la obligación de publicación del folleto que se establecen en el artículo 3, apartado 2, de la misma Directiva no prohíben que ese documento se publique y destine voluntariamente a todos los inversores”*.

En relación con la segunda cuestión prejudicial, el TJUE determina que el artículo 6.2 de la Directiva 2003/71 debe interpretarse en el sentido de que no se opone a disposiciones de Derecho nacional que, en un supuesto ejercicio de la acción de responsabilidad por parte de un inversor cualificado por la información contenido en el folleto, permitan al juez tomar en consideración que dicho inversor tenía o debía tener conocimiento de la situación económica de la OPS en función de sus relaciones con este y al margen del folleto.

El artículo 6.2 tampoco se opone a disposiciones que obliguen al juez a tomar en consideración tal hecho, siempre que las citadas disposiciones no sean menos favorables que las que rijan acciones similares previstas en el Derecho nacional ni surtan el efecto práctico de hacer imposible o excesivamente difícil el ejercicio de la acción de

responsabilidad.

El TJUE señala que el artículo 6.2 de la Directiva 2003/71 establece en su primer párrafo que los Estados miembros deben asegurar que sus disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad civil se aplican a las personas responsables de la información contenida en el folleto. De tal forma que se concede a los Estados miembros un margen amplio de apreciación a la hora de fijar los términos del ejercicio de la acción de responsabilidad por la información contenida en el folleto.

Por tanto, y en principio, los Estados miembros pueden permitir, o incluso exigir, que se tomen en consideración el nivel de experiencia del inversor cualificado y sus relaciones con el emisor de valores de que se trate en el momento de ejercitarse la responsabilidad por información facilitada en el folleto. Lo anterior tendrá lugar mediante la adopción, por parte de los gobiernos comunitarios, de disposiciones concretas sobre responsabilidad civil en sus ordenamientos jurídicos nacionales.

Con ello, el TJUE destaca el principio de autonomía institucional y procesal, por el cual los Estados miembros disponen de un margen amplio de apreciación sobre los términos del ejercicio de la acción de responsabilidad prevista en el artículo 6 de la mencionada Directiva. Sin embargo, dicho principio debe aplicarse respetando los principios de equivalencia y efectividad, con el fin de mantener el efecto útil de las disposiciones aplicables del Derecho de la Unión.

El principio de equivalencia establece que las disposiciones procesales nacionales que rigen situaciones sujetas al Derecho de la Unión no serán menos favorables que las que sean aplicables en situaciones similares sometidas a Derecho inter-

Carlos Soler Samper

no. Mientras, el principio de efectividad exige que esas mismas disposiciones no hagan imposible ni excesivamente difícil el ejercicio de los derechos conferidos por el Derecho de la Unión.

Por tanto, corresponderá al órgano jurisdiccional nacional que conozca de dicha acción de responsabilidad comprobar que las citadas disposiciones no sean menos favorables que las que regulen acciones similares que prevea el Derecho nacional ni surtan el efecto de hacer imposible o difícil el ejercicio de la acción de responsabilidad.

Con todo lo anterior, y teniendo en cuenta que el procedimiento entre Bankia y UMAS fue suspendido, el TS deberá decidir finalmente, y en virtud de lo establecido por el TJUE, sobre el litigio objeto de estudio.

III. RELEVANCIA DE LA SENTENCIA OBJETO DE ESTUDIO.

La razón del presente análisis tiene como fundamento base, y de manera especial, el contexto en el que ha aparecido. Como bien señala **TAPIA HERMIDA**², se puede distinguir el contexto jurisprudencial y el contexto societario en los que ha aparecido esta sentencia:

-Por un lado, la particularidad en el contexto jurisprudencial se produce en tanto que encontramos “la Sentencia núm.13/2020 de la Sección 4 de la Sala de lo Penal de la Audiencia Nacional de 29 de septiembre de 2020 que acuerda absolver a los 34 acusados en el juicio por la salida

a Bolsa de Bankia por los delitos de estafa a los inversores y falsedad contable de los que estaban acusados”

-Por otro lado, la sentencia aparece en el contexto de la fusión por absorción de BANKIA por CAIXABANK, “con la consiguiente sucesión universal de la absorbente en los derechos y obligaciones de la absorbida”.

Por tanto, el TJUE se ha encontrado con un supuesto de rabiosa actualidad y, como vemos, necesitado de claridad jurisprudencial. El tribunal comunitario ha conseguido arrojar luz a un caso en el que el TS tuvo la ocasión de pronunciarse con anterioridad. Concretamente, nos referimos a las sentencias 23/2016, de 3 de febrero de 2016, y a la Sentencia 24/2016, de 3 de febrero de 2016. En ambas el tribunal español estimó las demandas de nulidad de las adquisiciones de acciones realizadas en el marco de la OPS realizada por Bankia en julio de 2011, como paso previo a su admisión a negociación bursátil.

Tal y como en su día señaló **TAPIA HERMIDA**, resulta llamativo la diferencia de trato entre los inversores minoristas y los inversores cualificados. En “ambas Sentencias [...] destacan la diferente posición de los inversores minoristas, quienes cuentan con el folleto informativo de la oferta pública de suscripción de acciones como único elemento de juicio para valorar la conveniencia y los riesgos de la inversión que se les propone y adquirieron las acciones aconsejados por los empleados de la propia BANKIA; frente a los inversores mayoristas o institucionales, quienes cuentan –o

2 TAPIA HERMIDA, A. J., “Las cinco claves de la sentencia del TJUE de 3 de junio de 2021 sobre la responsabilidad civil de Bankia (Caixabank) frente a los inversores cualificados derivada de su folleto de salida a bolsa”. *Diario La Ley*, nº 9872, 16 de junio de 2021.

Carlos Soler Samper

deben contar- con otras fuentes de información en las que contrastar los datos sobre la conveniencia y riesgos de la inversión y no operan –o no deben operar- persuadidos por los empleados del propio emisor”³.

Sin embargo, en 2016 **TAPIA HERMIDA** advertía ciertas precisiones a tener en consideración respecto a ambos pronunciamientos del TS: “[p]odemos concluir que una eventual acción de nulidad instada por un inversor mayorista o institucional no estará abocada fatalmente al fracaso. Ahora bien, el inversor mayorista o institucional demandante debería probar cumplidamente: primero, el nexo causal entre la información distorsionada del folleto y su decisión de adquirir acciones de BANKIA; y, segundo, que su error fue excusable porque hizo todo lo exigible —desde el punto de vista de la diligencia profesional- para contrastar los datos incluidos en el folleto con la realidad. De ahí que, una vez más y también en este aspecto, habrá que estar a las circunstancias del inversor institucional concreto que demande”⁴.

También **RUBIO TORRANO** señaló, respecto a la sentencia del TS 23/2016, que “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 [...] a la posibilidad de la nulidad contractual (anulabilidad, pro-

piamente) por error vicio del consentimiento (art.s 1300 y 1303 Cc) cuando, como en el caso de los pequeños inversores que han interpuesto la demanda, dicho error es sustancial y excusable, y ha determinado la prestación del consentimiento” . Eso sí, destacamos que el mismo también indicó que “estamos en presencia de una sentencia que, sin duda, hace justicia material en el caso sometido a la consideración de los órganos jurisdiccionales, aunque en rigor no resultan del todo acertados –más bien, algo forzados- los expedientes técnicos a los que se acude para ello”⁵.

Por último es relevante tener en cuenta que, tal y como señala **AGÜERO ORTIZ**, en marzo de 2012, el Comité Permanente de Finanzas Corporativas (CFSC) de la ESMA organizó un grupo de trabajo para que realizara un análisis comparativo de los regímenes de responsabilidad por el contenido del folleto en los distintos Estados miembros. A raíz del estudio elaborado surgió una cuestión que deviene fundamental para nuestro estudio: ¿quién tiene legitimación para reclamar daños (por ejemplo, solo adquirentes en el mercado primario o también inversores en el mercado secundario, intermediarios financieros)? Como refleja la autora “la CNMV respondió: «Cualquier persona que hubiera adquirido (en el mercado primario o en el secundario) cualquier valor a los que se refiere el folleto», por lo que, nuevamente, no

3 TAPIA HERMIDA, A. J., “Las 5 claves de las Sentencias del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo sobre el caso BANKIA”: <http://ajtapia.com/2016/02/las-5-claves-de-las-sentencias-del-pleno-de-la-sala-de-lo-civil-del-tribunal-supremo-sobre-el-caso-bankia/>

4 TAPIA HERMIDA, A. J., “Las 5 claves de las Sentencias del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo sobre el caso BANKIA”: <http://ajtapia.com/2016/02/las-5-claves-de-las-sentencias-del-pleno-de-la-sala-de-lo-civil-del-tribunal-supremo-sobre-el-caso-bankia/>

5 RUBIO TORRANO, E., “Consecuencias jurídicas de las inexactitudes del folleto de la oferta de suscripción de acciones”. Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil, nº. 4, 2016.

Carlos Soler Samper

*parece existir causa de exclusión normativa de los inversores cualificados de la acción de responsabilidad por el contenido del folleto informativo*⁶.

Se observa, por ende, la necesidad de que el TJUE se pronunciara sobre esta problemática con el fin de dotar de seguridad a una rama de estudio ya analizada por los tribunales españoles, aunque criticada por la falta de concreción práctica desde la perspectiva del sector doctrinal. De tal forma que supone un paso adelante en la materialización de la efectiva seguridad jurídica para los casos que, posiblemente, puedan estar por llegar.

No deberíamos finalizar el presente apartado sin realizar una importante precisión normativa. Y es que la sentencia del TJUE tiene como base la Directiva 2003/71, norma derogada por el Reglamento (UE) 2017/1129⁷ con efectos a 20 de julio de 2019. A su vez, respecto a la normativa nacional española, la sentencia se funda en el artículo 28 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de valores. La norma y precepto enunciados eran aplicables debido a su aplicabilidad temporal al litigio principal, tal y como afirma el tribunal europeo.

IV. REFLEXIONES RELATIVAS A LA IMPORTANCIA DEL FOLLETO INFORMATIVO EN LAS OPS.

Siguiendo con nuestro análisis, es relevante destacar la importancia de uno de los elementos principales de estudio en la presente sentencia. Nos referimos al folleto informativo y a su contenido.

Tal y como algunos autores como **TAPIA HERMIDA** han destacado, el folleto informativo *“es el documento fundamental en los aumentos de capital y en las salidas a bolsa de las sociedades anónimas cotizadas [...], el folleto informativo ha sido un documento esencial, cuya exactitud es presupuesto de su desarrollo adecuado y cuyas inexactitudes pueden conducir a responsabilidades penales, civiles y administrativas de las sociedades y de sus gestores”*⁸.

Del mismo modo destacamos a **TAPIA SÁNCHEZ**, quien señala que *“no hay que olvidar que el folleto no sólo constituye el documento de información al público, sino que también es el documento que delimita el alcance de la responsabilidad del oferente”*⁹.

6 AGÜERO ORTIZ, A., “Responsabilidad por el contenido del folleto frente a inversores cualificados”. Diario La Ley, nº 9585, 3 de marzo de 2020.

7 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.

8 TAPIA HERMIDA, A. J., “Responsabilidad civil de BANKIA (CAIXABANK) frente a los inversores cualificados derivada de su folleto de salida a bolsa: la Sentencia del TJUE de 3 de junio de 2021 resolviendo una petición de decisión prejudicial planteada por el Tribunal Supremo español y su impacto sobre el recurso de casación pendiente y los pleitos futuros”: <http://ajtapia.com/2021/06/responsabilidad-civil-de-bankia-caixabank-frente-a-los-inversores-cualificados-derivada-de-su-folleto-de-salida-a-bolsa-la-sentencia-del-tjue-de-3-de-junio-de-2021-resolviendo-una-peticion-de-decis/>

9 TAPIA SÁNCHEZ, M. R., Oferta pública de suscripción: un enfoque contractual, 2003.

Carlos Soler Samper

A su vez, **PANIZA FULLANA** expresa la necesidad de que el inversor tenga en su poder la información necesaria para valorar cuál es su interés en el contrato objeto de estudio. Tal y como resalta: *“la información facilitada en el folleto es la única disponible por los inversores a través de este folleto y por lo tanto único elemento para la formación de la voluntad concurrente necesaria para la contratación de los nuevos valores que se emiten, por lo que dicha información debe ser completa, exacta y rigurosa”*. Por tanto el folleto constituye un *“elemento básico en la fase precontractual”*¹⁰.

De las afirmaciones anteriores se puede defender la clara relevancia de este elemento en tanto que el mismo ostenta una naturaleza básica para la prestación de un consentimiento válido e informado respecto de aquello que está siendo objeto de un contrato como el que se analiza en el presente supuesto.

Sin embargo, y tal y como se desprende de los pronunciamientos judiciales expuestos, la problemática radica en la medida en la que la parte oferente no refleja con claridad, y ajustándose a la realidad, la situación en la que se encuentra la misma y, como consecuencia, el valor de sus acciones. En nuestro supuesto de desarrollo la información ofrecida por Bankia a los inversores no se ajustaba a la realidad de la solvencia económica de la misma, siendo en todo caso errónea e incompleta.

Como indican algunos autores, el folleto in-

formativo realizado y emitido por Bankia para la consecución de la OPS reflejaba una situación de solvencia con beneficios cuyo valor ascendía a 359 millones de euros y un patrimonio neto de 13.000 millones. Por tanto, no se mencionaba en ningún momento la posible existencia de pérdidas ni de un patrimonio en negativo o de necesidades adicionales de capital. Como se desprende de los hechos, estos elementos tergiversados aparecieron en informes posteriores en los cuales se acreditó la insolvencia de Bankia y su posterior intervención. Con ello, se observa que dicha situación no apareció de forma repentina, sino que la misma se gestó progresivamente en los años anteriores y no fue informada a los inversores del año 2011. Por ende se puede confirmar que *“la acción pagada por los compradores no se correspondía con su valor real”*¹¹.

V. SOBRE LA EXISTENCIA DE UN CONSENTIMIENTO VICIADO.

De dicha falta de veracidad en la información contenida en el folleto informativo encontramos un elemento a tener en consideración: la existencia de un consentimiento viciado. La Audiencia Provincial de Valencia, en su sentencia de 7 de enero de 2015, indicó que hablamos de consentimiento viciado cuando la voluntad del contratante se forma a partir de una creencia inexacta¹².

Asimismo, resulta relevante indicar que el TS, en su sentencia de 3 de febrero de 2016, indica

10 PANIZA FULLANA, A., “Oferta pública de suscripción de acciones y error en el consentimiento: causas y consecuencias. (A propósito de la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de febrero de 2016)”: Revista Doctrinal de Aranzadi Civil-Mercantil, n.º. 6, 2016. 11 PANIZA FULLANA, A., “Oferta pública de suscripción de acciones y error en el consentimiento: causas y consecuencias. (A propósito de la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de febrero de 2016)”: Revista Doctrinal de Aranzadi Civil-Mercantil, n.º. 6, 2016.

12 AP Valencia, 7 de enero de 2015 (Sentencia 2/2015).

Carlos Soler Samper

que “no se trata de que el suscriptor de las nuevas acciones tenga un error sobre el significado de tal clase de contrato o que tenga representado otro negocio jurídico distinto, sino que el error recae sobre las condiciones de la cosa que indudablemente han motivado su celebración”¹³.

De dicha sentencia debemos prestar especial atención a la precisión que realiza **PANIZA FULLANA** con relación a la misma y a los inversores cualificados: “la condición de pequeños inversores -a la que ya se ha hecho referencia- conlleva que el error se considere excusable ya que no tienen otros remedios ni conocimientos financieros para tener más información, lo que no ocurriría si se tratara de inversores cualificados”¹⁴.

Atendemos también a lo expresado por los autores **MIRAMÓN DURÁ** y **MARTÍN PASTOR**, quienes a raíz de las Sentencias 23/2016 y 24/2016 de 3 de febrero de 2016 advirtieron sobre lo siguiente: “ello se hace especialmente patente en la siguiente afirmación contenida igualmente en la Sentencia núm. 23/2016: “resulta obvio que si hubieran sabido que el valor real de unas acciones que estaban comprando a 3,75 euros era, apenas un 1% del precio desembolsado, no habrían comprado en ningún caso. Máxime, al tratarse de pequeños ahorradores que únicamente cuentan con la información que suministra la propia entidad, a diferencia de grandes inversores, o los denomina-

dos inversores institucionales, que pueden tener acceso a otro tipo de información complementaria”, que en parte reitera la STS 24/2016, cuando afirma que los pequeños inversores “no tienen otro medio de obtener información que el folleto de la oferta pública, a diferencia de lo que puede ocurrir con los grandes inversores”¹⁵.

De lo anterior se observa que una variedad de autores estudiosos en esta materia, y concretamente en el marco de la OPS efectuada por la entidad Bankia, ya apreciaban con cierta cautela el trato diferenciado recibido, por parte del TS, entre los inversores minoristas y cualificados. Las sentencias del TS devenían, por tanto, escasas en cuanto a la precisión en materia de responsabilidad y de los sujetos legitimados para efectuar las acciones oportunas de una forma cierta, segura y con fundamentación jurisprudencial o normativa.

Sin embargo, debemos reconocer que el TS extrajo una serie de conclusiones relativas al vicio del consentimiento y a la ausencia de una información clara y ajustada. Dichas precisiones servirían para futuros supuestos, como es el correspondiente al presente análisis. No obstante, y como se aprecia, los inversores cualificados precisaban de una serie de concreciones necesarias concernientes a su derecho a la reclamación de responsabilidad de Bankia.

13 TS, de 3 de febrero de 2016 (Sentencia 23/2016).

14 PANIZA FULLANA, A., “Oferta pública de suscripción de acciones y error en el consentimiento: causas y consecuencias. (A propósito de la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de febrero de 2016)”. Revista Doctrinal de Aranzadi Civil-Mercantil, nº. 6, 2016.

15 MIRAMÓN DURÁ, R. y 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)”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 142, 2016.

Carlos Soler Samper

VI. REFLEXIONES SOBRE LA SEGUNDA CUESTIÓN PREJUDICIAL FORMULADA AL TJUE.

Con relación a la segunda cuestión prejudicial planteada al TJUE por el TS, hemos reflejado la línea argumental seguida por el tribunal por la que da solución a la duda planteada por el tribunal español. A pesar de ello, cabría también añadir algunas reflexiones al respecto.

Podemos destacar, como expone **TAPIA HERMIDA**, las fases que fundamentan el razonamiento del TJUE. Que son, en síntesis:

“a) Los Estados miembros pueden promulgar disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad civil que diferencien a los inversores cualificados de los minoristas.

b) En un supuesto de ejercicio de la acción de responsabilidad las disposiciones de Derecho nacional pueden permitir o exigir que se tome en consideración el conocimiento de la situación económica del emisor de que dispone o debería disponer el inversor cualificados.”¹⁶

Se aprecia, así, el margen de discrecionalidad otorgado a los países comunitarios para proceder a la regulación de ciertas materias tales como los requisitos necesarios para gozar de la legitimación precisa para la consecución de una acción de responsabilidad.

Sin embargo, debemos traer a colación una serie de reflexiones con el fin de aclarar el asunto presentado. Esto es (y reflejando de nuevo la segunda cuestión prejudicial): ¿cómo se puede valorar el grado de conocimiento de los inversores cualificados de la situación económica del emisor de la OPS al margen de la información reflejada en el folleto?

Para dar solución a dicha cuestión desde una visión lógica y útil para la práctica, podemos atender al acertado razonamiento seguido por **AGÜERO ORTIZ**. Según la autora debemos partir de la premisa de que el inversor cualificado atiende únicamente al contenido del folleto informativo en tanto que no se ha probado que el mismo contase con información extra u “otras fuentes de información”¹⁷.

Lo anterior reviste de una especial importancia en tanto que de no atender a lo reflejado en el folleto podríamos estar hablando, aunque no necesariamente, de información privilegiada. Esta posibilidad debe ser estudiada con gran cautela en la medida en la que, como bien se ha dicho, no existen pruebas que así lo acrediten. UMAS adquirió las acciones al precio ordinario de la emisión. Por tanto, y en virtud de lo anterior, tal planteamiento no tendría sentido alguno en nuestro caso.

No podemos adentrarnos en posibles esce-

¹⁶ TAPIA HERMIDA, A. J., “Las cinco claves de la sentencia del TJUE de 3 de junio de 2021 sobre la responsabilidad civil de Bankia (Caixabank) frente a los inversores cualificados derivada de su folleto de salida a bolsa”. Diario La Ley, nº 9872, 16 de junio de 2021.

¹⁷ AGÜERO ORTIZ, A., “Responsabilidad por el contenido del folleto frente a inversores cualificados”. Diario La Ley, nº 9585, 3 de marzo de 2020.

Carlos Soler Samper

narios sin la existencia de pruebas o hechos que demuestren lo contrario. Debemos atender a las circunstancias concretas de cada caso y, por supuesto, a aquellos hechos cuya certeza puedan asegurarse como prueba de una u otra posición.

El inversor cualificado, por tanto, atiende al contenido del folleto y a la situación que Bankia hizo constar en sus cuentas. No encontramos, en este caso, justificación alguna que consiga eximir de responsabilidad a la entidad financiera.

En todo caso el emisor del folleto (Bankia) debería probar la mala fe del inversor en su acción de reclamación y la existencia de su confianza previa a la compra de acciones para poder ser exonerado de la responsabilidad exigida. Es decir: la entidad financiera debería demostrar que UMAS era conocedor de la inexactitud del folleto y de los datos reales financieros de la entidad. Como hemos expresado ya, esta hipótesis es descartada por la ausencia de pruebas y por la adquisición de las acciones conforme al folleto emitido.

En la práctica, por regla general, se suele presuponer que los inversores cualificados gozan de capacidad y medios de información suficientes que les permiten tomar una decisión conocedora de todas las circunstancias a tener en cuenta en una operación de OPS. A pesar de ello debemos estudiar siempre los hechos de cada caso concreto y ser cautelosos en su estudio. Otra actitud distinta a esta nos conduciría al error de negar, por defecto, el derecho de los inversores cualificados a ejercitar una acción de reclamación.

VII. CONCLUSIONES.

La sentencia del TJUE es acertada en tanto que no puede concebirse una situación de desigualdad entre los inversores minoristas y los in-

versores cualificados. No resultaría lógico defender la importancia del contenido y el concepto del folleto, así como la posibilidad de llegar a incurrir en la prestación de un consentimiento viciado por error como consecuencia de una información no ajustada a la realidad, sin reconocer el derecho de la totalidad de inversores a formular una acción de responsabilidad por el contenido de un documento de tal relevancia. Eso sí, estaríamos en dicho supuesto si habláramos de una OPS con naturaleza mixta dirigida tanto a inversores minoristas como cualificados.

A su vez, debemos atender a las circunstancias de cada caso concreto. Es decir, debe quedar patente que el inversor cualificado, a pesar de su posible mejor conocimiento de las circunstancias y situación financiera del emisor, ha sufrido dicho perjuicio y que no podía atender a más circunstancias que las puestas en conocimiento por la entidad financiera en el folleto emitido para realizar la OPS.

Por tanto, podemos afirmar que la sentencia del TJUE completa y se encuentra en sintonía con los anteriores pronunciamientos del TS sobre la responsabilidad exigida a Bankia por la OPS llevada a cabo en el año 2011.

VIII. BIBLIOGRAFÍA.

AGÜERO ORTIZ, A., "Responsabilidad por el contenido del folleto frente a inversores cualificados". *Diario La Ley*, nº 9585, 3 de marzo de 2020.

MIRAMÓN DURÁ, R. y 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),

Carlos Soler Samper

de 3 de febrero de 2016 (RJ 2016, 2 y 2016, 1)“ *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 142, 2016.

PANIZA FULLANA, A., “Oferta pública de suscripción de acciones y error en el consentimiento: causas y consecuencias. (A propósito de la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de febrero de 2016)“ *Revista Doctrinal de Aranzadi Civil-Mercantil*, nº. 6, 2016.

RUBIO TORRANO, E., “Consecuencias jurídicas de las inexactitudes del folleto de la oferta de suscripción de acciones“. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, nº. 4, 2016.

TAPIA HERMIDA, A. J., “Las cinco claves de la sentencia del TJUE de 3 de junio de 2021 sobre la responsabilidad civil de Bankia (Caixabank) frente a los inversores cualificados derivada de su folleto de salida a bolsa“. *Diario La Ley*, nº 9872, 16 de junio de 2021.

TAPIA HERMIDA, A. J., “Responsabilidad civil de BANKIA (CAIXABANK) frente a los inversores cualificados derivada de su folleto de salida a bolsa: la Sentencia del TJUE de 3 de junio de 2021 resolviendo una petición de decisión prejudicial planteada por el Tribunal Supremo español y su impacto sobre el recurso de casación pendiente y los pleitos futuros“: <http://ajtapia.com/2021/06/responsabilidad-civil-de-bankia-caixabank-frente-a-los-inversores-cualificados-derivada-de-su-folleto-de-salida-a-bolsa-la-sentencia-del-tjue-de-3-de-junio-de-2021-resolviendo-una-peticion-de-decis/>

TAPIA HERMIDA, A. J., “Las 5 claves de las Sentencias del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo sobre el caso BANKIA“: <http://ajtapia.com/2016/02/las-5-claves-de-las-sentencias-del-pleno-de-la-sala-de-lo-civil-del-tribunal-supremo-sobre-el-caso-bankia/>

TAPIA SÁNCHEZ, M. R., *Oferta pública de suscripción: un enfoque contractual*, 2003.

IX. JURISPRUDENCIA.

TS, de 3 de febrero de 2016 (Sentencia 23/2016).

TS, de 3 de febrero de 2016 (Sentencia 24/2016).

AP Valencia, 7 de enero de 2015 (Sentencia 2/2015).

X. NORMATIVA.

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.

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.