

La Defensa del Inversor Cualificado ante la Falsedad del Folleto Informativo

JUAN PABLO MORÁN

Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF)

Resumen

Este artículo ha sido escrito con el único objetivo de tratar de discernir, de la mano de ejemplos como la crisis de Bankia o del Banco Popular, si el inversor cualificado es merecedor o no de la defensa otorgada por el artículo 28 de la ley del mercado de valores (ahora artículo 38 del TRLMV) referente a la responsabilidad derivada del folleto informativo que soporta el emisor de unos determinados valores. Dejando así, demás cuestiones de fondo y procesales relativas a esta materia para ulteriores análisis.

La importancia en el análisis de esta cuestión, reside en la falta de jurisprudencia directa hecha por el Tribunal Supremo sobre esta materia, las diferencias doctrinales y jurisprudenciales por parte de tribunales de inferior instancia, y la ambigüedad normativa reguladora del supuesto.

Palabras clave: Inversores cualificados, responsabilidad por folleto, ley del mercado de valores.

Abstract

This article has been written with the sole purpose of trying to discern, from the hand of examples such as the crisis of Bankia or Banco Popular, if the qualified investor is worthy or not of the protection granted by article 28 (now article 38 of TRLMV) of the law of the stock market, referring to the liability derived from the issue of the informative brochure. Leaving other substantive and procedural issues related to this matter for further analysis.

The importance in the analysis of this question lies in the lack of direct jurisprudence made by the Supreme Court on this matter, the doctrinal and jurisprudential differences on the part of lower courts, and the regulatory ambiguity regulating the case.

Key words: Qualified investors, responsibility for brochure, law of the stock market.

Abreviaturas

TS Tribunal Supremo

LMV Ley del Mercado de Valores

TRLMV Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

1. Introducción

Dadas las recientes crisis financieras de bancos tan notorios como Bankia y Banco Popular, muchos inversores se han quedado incrédulos al ver como sus inversiones se reducían a cero en cuestión de pocos días.

Afortunadamente para algunos inversores, los tribunales se han decantado a su favor, produciendo ya una serie de sentencias que ya han sentado esta posición. Destacando entre ellas, la famosa sentencia del Tribunal Supremo del 3 de Febrero de 2016, la cual se pronunciaba a favor del inversor minorista ante el supuesto de falsedad del folleto informativo publicado por el emisor de los valores (artículo 38 del TRLMV).

Por el contrario, todavía queda por esclarecer la situación del inversor cualificado ante este tipo de supuestos, al existir gran incertidumbre acerca de la viabilidad de esta acción para los casos en que la parte actora sea un inversor cualificado.

2. Breve diferenciación entre inversor cualificado y minorista

El artículo 78 bis de la LMV (ahora el artículo 205 del TRLMV), de acuerdo a lo establecido por Eduardo Barrachina en su libro derecho del mercado de valores¹, establece una presunción por medio de la cual se entenderá de forma general, que serán inversores cualificados aquellos de quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos.

Haciendo a parte una enunciación particular de quien es considerado inversor cualificado, lo serán:

- Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea (entre ellas las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros....
- Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, y otros de naturaleza similar.
- Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:
 - 1.º que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;
 - 2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;
 - 3.º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.
- Los inversores institucionales que, no incluidos en la letra a) tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros.

¹ Barrachina Juan, E. (2011). *Derecho del mercado de valores*. 2nd ed. Madrid: Difusión jurídica, p.344.

- Los demás clientes que lo soliciten con carácter previo, y renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas, siempre que se cumplan al menos 2 de los siguientes requisitos: 1.º que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; 2.º que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros; 3.º que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

Así, acaba diciendo el artículo 78.4 bis de la LMV, serán considerados inversores minoristas todos aquellos que no sean considerados inversores profesionales o cualificados.

De este modo, en lo que respecta a los efectos derivados de esta distinción entre inversores podemos hacer referencia a A. J. Tapia Hermida, en su manual de derecho del mercado financiero, donde establece que: “Esta clasificación es relevante, en el mercado primario de valores, para graduar la intensidad de la protección informativa de los inversores.”²

En efecto, en lo relativo al ejercicio de las acciones de nulidad de las órdenes de compra de acciones por falta, error o dolo invalidante del consentimiento, la doctrina jurisprudencial (sentencias número 23 y 24 del 3 de febrero de 2016 del TS) reconoce un nivel menor de protección a los inversores cualificados respecto de los inversores minoristas. Siéndoles exigible un nivel de diligencia menor a los inversores minoristas que a los inversores cualificados.

3. ¿Puede Ser Indemnizado el Inversor Cualificado en Base a la Falsedad de la Información Contendida en el Folleto Informativo?

Habiéndose probado la falsedad en el folleto informativo emitido por la entidad financiera, junto con la correspondiente falsedad de las cuentas anuales. Los inversores minoristas han encontrado (junto a otros argumentos legales vinculados al vicio en el consentimiento que no serán sometidos a examen en este artículo) los puntos sobre de defensa ideales para recuperar sus inversiones.

Así, la decisión del Tribunal Supremo ante esta materia es tajante, declarando en su sentencia número 24 del 3 de febrero de 2016 lo siguiente:

“La cualidad de pequeños inversores que tienen los demandantes hace que este error deba considerarse excusable, pues, a diferencia de lo que puede ocurrir con otros inversores más cualificados, carecen de otros medios de obtener información sobre los datos económicos que afectan a la sociedad cuyas acciones salen a cotización y que son relevantes para toma la decisión inversores”.

Pero el problema reside en que en este párrafo puede resultar ambiguo. Pues se pueden encontrar argumentos de defensa jurisprudencial para ambas partes, en el caso de que exista un conflicto entre un inversor cualificado y una entidad cuyo folleto informativo haya sido falseado. Así pasaremos a analizar cada uno de los puntos de vista:

² Tapia Hermida, A. (2015). *Manual de derecho del mercado financiero*. 1st ed. iustel, pp.338-339.

- Posición de la Entidad Emisora:

Primeramente, la entidad emisora de los valores, se va a escudar en que de acuerdo al TS los únicos inversores que serán merecedores de defensa ante falsedades en el folleto informativo serán los inversores minoristas. Pues de acuerdo a esta resolución no tienen, a diferencia de los inversores cualificados, otros medios de información en los que basar sus decisiones. De modo que los inversores cualificados al contar con otros medios de información, deberían haber podido percibir que la entidad emisora de los valores no estaba ofreciendo en el folleto informativo su imagen fiel, y que por tanto negligentemente compraron los valores, bajo su propia responsabilidad.

En apoyo a esta idea, se suele aducir el artículo 30.1 bis de la LMV (ahora el artículo 35.2 del TRLMV), la cuál sostiene una serie de excepciones a la obligación de publicar un folleto informativo. Entre las cuáles está la excepción de publicar folleto informativo cuando se trate de una emisión de valores exclusivamente destinada a inversores cualificados, sin la concurrencia de inversores minoristas.

De este modo, se deja entrever la idea de que el inversor cualificado a diferencia del minorista, no debe tener sólo en consideración el contenido del folleto informativo, sino también la información extra de la que presumiblemente podría disponer, al dispensar la ley de la publicación del mismo folleto informativo para los casos de emisión de valores exclusivamente dirigidos a inversores cualificados. Y por tanto, el inversor cualificado no podrá tener acceso al ejercicio de la acción por la responsabilidad derivada del folleto.

- La Posición de los Inversores Cualificados:

Por otra parte, los inversores cualificados, se defenderán aduciendo, que aquí el TS, abre la posibilidad de que los inversores cualificados tengan efectivamente información adicional. Si bien es cierto, que aún abierta esta posibilidad puede que no la tengan. Así declara la sección octava de la Audiencia Provincial de Madrid en su resolución número 400/2017:

“El Tribunal Supremo en sus SS no 23 y 24 de 3 de febrero de 2016 tampoco excluye a esta clase de inversores de la posibilidad de sufrir error en el consentimiento en base a las imprecisiones o inexactitudes del folleto informativo: no dice que todos los inversores cualificados tengan otros medios de información sobre la situación financiera del emisor diferentes al folleto, sino que pueden tenerlos, y en el presente caso no consta que el demandante hubiera recibido información sobre la situación financiera de la entidad crediticia distinta de la que constaba en el folleto informativo o en las cuentas aprobadas por la entidad, por lo que está legitimada para reclamar a BANKIA S.A. por los incumplimientos de BANKIA en cuanto a sus deberes de información y por los graves perjuicios derivados de la suscripción, pudiendo incurrir al igual que los inversores minoristas en vicio del consentimiento por error.”

Del mismo modo, ante la afirmación de la necesidad de considerar otros aspectos ajenos al folleto informativo por parte de los inversores cualificados, en base al artículo 30 bis de la LMV³, cabe destacar la posición de la sección 25 de la Audiencia Provincial de Madrid en su resolución número 85/2017 (en

³ Paralelamente a ello, existe la necesidad de publicar folleto informativo por parte de la entidad emisora siempre que dicha emisión sea considerada oferta pública (artículo 34 TRLMV).

línea con lo expresado por la audiencia Provincial de Vizcaya en su sentencia del 29 de Septiembre de 2016), en la cual sostiene que:

“No se exime de responsabilidad ex folleto (...) concurriendo inversores minoristas y profesionales, lo dispuesto en el citado art. 30 bis. Aquí existió el folleto informativo porque concurrieron los inversores minoristas (...). La ventaja teórica de esa condición depende de la premisa de una venta de valores sin necesidad de folleto invirtiendo en productos que normalmente no se distribuyen al público. De aquí la renuncia al mismo nivel de protección que se atribuye al inversor minorista. Si por el contrario el eje de la venta se referencia en el folleto, decae el sistema de ventajas al que se vincula el menor grado de protección.”

Y continua añadiendo:

“El inversor cualificado debe atender al contenido del folleto informativo (art. 27 LMV) sin que se haya probado que además contase con información extra u "otras fuentes de información" que expresamente dejasen advertencia de la existencia de inexactitudes, falsedades u omisiones de datos relevantes en el folleto (...). Difícilmente puede exigirse a la actora otra conducta de comprobación o verificación de la solvencia de Bankia, el que "intuyera" que la reflejada en el folleto no se correspondía a la real, cuando dicha situación no fue detectada ni siquiera por los pertinentes organismos de control y reguladores especialmente dedicados a dichas funciones.”

Así, aunque el Tribunal Supremo incida en el mayor nivel de diligencia exigido a los inversores cualificados, por su posible capacidad de obtención de medios complementarios de información. Se puede extraer de estas sentencias que el inversor cualificado debe de atender a lo expuesto en el folleto. Pudiendo ejercitar la acción de responsabilidad derivada del folleto, en los casos en los que no quede probado que contase efectivamente con información complementaria a la expuesta en el folleto. Si ni siquiera los organismos de supervisión y control de las entidades emisoras de los títulos⁴, pudieron conocer de la falsedad de la imagen que la sociedad estaba dando al mercado, ¿cómo iban a poder darse cuenta de dicha falsedad los inversores cualificados?

De este modo, queda claramente evidenciado el nivel de diligencia exigible a un inversor cualificado que efectivamente no cuenta con información adicional al expuesto en el folleto informativo y las cuentas anuales de la sociedad. Siendo diligente aquel inversor cualificado que considerase para su decisión de inversión la información publicada en las cuentas anuales, en el folleto informativo, los hechos relevantes comunicados a la CNMV, los comunicados hechos por los administradores y ejecutivos del de la entidad emisora al público, etc.

Por último, cabe señalar que la legislación no hace ninguna distinción entre los tipos de inversores en lo que respecta ante quien se ha de responder por la falsedad del folleto informativo:

⁴ Artículo 13 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores: Se crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que se encomiendan la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos.

- De este modo, el artículo 27.1 de la LMV (ahora el 37 del TRLMV) referente al contenido del folleto, no se hace ninguna distinción entre inversores, indicando que este deberá contener toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará de forma fácilmente analizable y comprensible. Y por tanto se podría interpretar que este contenido también es aplicable al inversor cualificado, y que este en efecto toma en gran consideración el contenido del folleto a la hora de tomar la decisión inversora.

- Y del mismo modo, el artículo 28 de la LMV indica que el emisor del folleto deberá responder ante todos aquellos titulares de los valores que hubiesen sufrido algún daño o perjuicio derivado de la información falsa o incompleta suministrada por el folleto. Perfilando de manera más específica, el artículo 36 del Real Decreto 1310/2005 del 4 de Noviembre, indica que tendrán derecho a ser indemnizadas “las personas que hayan adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia⁵ por los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de cualquier información incluida en el folleto que sea falsa, o por la omisión en el folleto de cualquier dato relevante”. Pero nunca distinguiendo entre inversores cualificados y minoristas, son siempre refiriéndose a meros titulares o adquirentes.

4. Conclusión

Expuestos ambos puntos de vista, considero que la posición merecedora de mayor tutela es la posición de los inversores cualificados. En este supuesto, el punto esencial de revisión es si en efecto los inversores cualificados pueden o podrían tener la información veraz relativa a la contenida en el folleto informativo correspondiente a la emisión de los valores.

Y aunque, de acuerdo al Tribunal Supremo y la ley se otorgue menor protección a los inversores cualificados que a los minoristas, por entre otras cosas, se presume que tienen más fuentes de información en las que basar sus decisiones de inversión y poder calcular el riesgo de las mismas. La realidad es que el hecho de tener más fuentes de información no significa tenerlas todas, de modo que se abre la posibilidad de que exista también un error invencible por parte de los inversores cualificados, pues se podría afirmar con probabilidad rayana a la certeza que a priori ningún inversor cualificado va a tener más información que la que ostentan los organismos de control y supervisión de las entidades emisoras de valores. Y por ello, a menos que exista prueba en contrario de que exista por parte del inversor la disposición de más información que pueda discutir de manera fehaciente la facilitada en el

⁵ Siendo la vigencia del folleto informativo de 12 meses desde su publicación, de acuerdo al artículo 27 del Real Decreto 1310/2005 del 4 de noviembre. El inversor tendrá legitimación activa siempre que haya adquirido los valores a los que se refiere el folleto dentro de este periodo de 12 meses, y siempre que su acción no haya prescrito. Teniendo un plazo de 3 años para interponer la acción de responsabilidad derivada de la falsedad del folleto informativo (artículo 38.3 del TRLMV).

folleto informativo, sería razonable pensar que el inversor cualificado ha sido diligente en tomar su decisión de inversión de acuerdo a la información publicada por el folleto y la no contravención de la misma por ningún organismo de control y supervisión competente.

En atención al objetivo principal de transparencia que tiene el ordenamiento jurídico al regular los mercados de valores, que es en definitiva, el poner a disposición de los inversores aquella información necesaria para que estos puedan elaborar una fundada decisión de compra o venta⁶. El aceptar la indefensión de los inversores cualificados ante la emisión de información incorrecta o falsa por parte de las entidades emisoras de los valores contravendría de forma clara este objetivo.⁷

Así, en aras de asegurar el cumplimiento de los principios rectores de la regulación del mercado de capitales que son el principio de eficiencia, transparencia y protección de los inversores, debemos interpretar el contenido del 28 de la LMV, y del artículo 27.1 de la LMV, a favor de los inversores cualificados. Entendiendo, que de acuerdo a los razonamientos expuestos en este artículo, y a los principios rectores del ordenamiento del mercado de valores, los inversores cualificados deberán poder contar con la tutela de los tribunales en base a la responsabilidad que se pueda derivar por parte de los emisores en aquellos casos en los que medie falsedad en el contenido del folleto informativo.

5. Bibliografía

5.1 Libros:

Barrachina Juan, E. (2011). *Derecho del mercado de valores*. 2nd ed. Madrid: Difusión jurídica.

Carbajales, M. and Olcese Santonja, A. (2006). *La regulación del mercado financiero*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros

Iribarren Blanco M. (2008). *Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas*. 2nd ed. La Ley.

Tapia Hermida, A. (2015). *Manual de derecho del mercado financiero*. 1st ed. iustel.

5.2 Legislación:

⁶ Carbajales, M. and Olcese Santonja, A. (2006). *La regulación del mercado financiero*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, pp.31-43.

⁷ Iribarren Blanco M. (2008). *Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas*. 2nd ed. La Ley, pp. 66-67: “No cabe considerar convenientemente protegidos a los inversores mientras no se les dote de mecanismos que sirvan para compensar los daños experimentados a causa de la divulgación de informaciones engañosas o la omisión de las debidas.”

España. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

España. Real Decreto 1310/2005 del 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley de 1988 de 28 de julio, de la Ley del Mercado de Valores. Boletín oficial del estado, 4 de noviembre de 2005

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

5.3 Jurisprudencia:

España. Audiencia Provincial de Madrid (sección 25), resolución número 85/2017, del 07/03/2017

España. Audiencia Provincial de Madrid (sección 8), resolución número 400/2017, del 28/09/2017

España. Audiencia Provincial de Vizcaya (sección 4), resolución número 535/2016, del 29/09/2016

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, sección 991), resolución número 24/2016, del 03/2/2016

España. Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, sección 991), resolución número 23/2016, del 03/2/2016