

## 2. DERECHO MERCANTIL

# La responsabilidad por folleto de emisión en el «caso Acciones Banco Popular»

## *The liability for prospectus of the issuer of the securities. «Popular Bank case»*

por

FRANCISCO REDONDO TRIGO

*Académico Correspondiente de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación  
Profesor de Derecho civil y abogado*

**RESUMEN:** La Audiencia Provincial de Asturias y la Audiencia Provincial de Cantabria, incorrectamente, han dictado unos criterios afirmando que en el mercado primario y secundario, la Ley 11/2015 y la Directiva 2014/59 y el Reglamento UE de 15 de julio de 2014 impiden conceder una indemnización a los inversores del mercado secundario por la amortización de las acciones del Banco Popular efectuada por la JUR.

**ABSTRACT:** *The Provincial Court of Asturias and the Provincial Court of Cantabria, incorrectly, have issued criteria stating that in the primary and secondary market, Law 11/2015 and Directive 2014/59 and Regulation EU of 15-7-14 prevent granting compensation to secondary market investors for the redemption of Banco Popular shares by the JUR.*

**PALABRAS CLAVE:** Responsabilidad por folleto de emisión.

**KEY WORDS:** *Liability for prospectus of the issuer of the securities.*

**SUMARIO:** I. ANTECEDENTES.—II. LA RESPONSABILIDAD POR FOLLETO DE EMISIÓN EN EL CASO «ACCIONES BANCO POPULAR» SEGÚN LA MAYORÍA DE LAS AUDIENCIAS PROVINCIALES.—III. LOS CRITERIOS DE LA AUDIENCIA PROVINCIAL DE ASTURIAS Y DE LA AUDIENCIA PROVINCIAL DE CANTABRIA NEGANDO LA RESPONSABILIDAD POR FOLLETO DE EMISIÓN EN EL CASO «ACCIONES BANCO POPULAR».—IV. UNA DECISIÓN NO AJUSTADA A DERECHO TANTO DESDE LA NORMATIVA REGULADORA DE LA RESPONSABILIDAD POR FOLLETO COMO DESDE LA NORMATIVA REGULADORA DE LA RESOLUCIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.—V. BIBLIOGRAFÍA.—VI. ÍNDICE DE RESOLUCIONES CITADAS.

## I. ANTECEDENTES

El 26 de mayo de 2016 Banco Popular publicó como hecho relevante la decisión de aumentar el capital social del Banco, mediante aportaciones dinerarias y con reconocimiento del derecho de suscripción preferente de los accionistas de la sociedad. La finalidad del aumento de capital iba dirigido a reforzar la rentabilidad y solvencia de la entidad, y si bien se hablaba de la materialización de determinadas incertidumbres con efectos contables se decía que las posibles pérdidas contables quedarían cubiertas con el aumento de capital.

De esta forma, la imagen que transmitía la entidad no era la de una posible quiebra de la misma, sino la de ampliar el capital con la finalidad de compensar las «inciertas» posibles pérdidas de 2016, y con una clara evolución positiva que respecto al ejercicio de 2018 se preveía en términos claramente favorables a los inversores que hubiesen participado en la compra de acciones.

En el documento de conclusiones relativas al aumento de capital se decía que como consecuencia de la misma *«a partir de 2017 seremos capaces de acelerar gradualmente el retorno a una política de dividendos en efectivo para nuestros accionistas mientras continuemos reforzando nuestras ratios de capital»*.

El 3 de febrero de 2017 la CNMV hizo pública la nota de prensa de Banco Popular en que consta que las pérdidas de 2016 habían sido de 3.485 millones, lo que se había cubierto con la ampliación y exceso de capital.

El 3 de abril de 2017 Banco Popular comunicó como hecho relevante que el departamento de Auditoría estaba realizando una revisión de la cartera de crédito y de determinadas cuestiones relacionadas con la ampliación de capital de mayo de 2016, y efectuaba un resumen de las circunstancias fundamentales objeto de análisis. Se hacía referencia a la «1) insuficiencia en determinadas provisiones respecto a riesgos que deben ser objeto de provisiones individualizadas, afectando a los resultados de 2016 por un importe de 123 millones de euros; 2) posible insuficiencia de provisiones asociadas a créditos dudosos en los que la entidad se ha adjudicado la garantía vinculada a estos créditos estimada en 160 millones de euros; afectando fundamentalmente a reservas; 3) respecto al punto 3) del Hecho Relevante se está analizando la cartera de dudosos de 145 millones de euros (neto de provisiones) en relación a un posible no reconocimiento de las garantías asociadas a dicha cartera. El impacto final se anunciará en el 2T2017; 4) otros ajustes de auditoría: 61 millones de euros, impactando en resultados 2016; 5) determinadas financiaciones a clientes que pudieran haberse utilizado para la adquisición de acciones en la ampliación de capital llevada a cabo en mayo de 2016, cuyo importe debería ser deducido de acuerdo con la normativa vigente del capital regulatorio del Banco, sin efecto alguno sobre el resultado ni el patrimonio neto contable. La estimación del importe de estas financiaciones es de 221 millones de euros». En las conclusiones se decía que «del cumplimiento de los requerimientos de capital regulatorio, los impactos anteriormente citados y las estimaciones provisionales de los resultados correspondientes al primer trimestre de 2017, se prevé que la ratio de capital total a 31 de marzo se sitúe entre el 11,70% y el 11,85%, siendo el requerimiento aplicable al Grupo, por todos los conceptos, del 11,375%».

El 5 de mayo de 2017 la CNMV publicó nota de prensa de Banco Popular en que se decía que en el primer trimestre de 2017 se habían producido pérdidas de 137 millones de euros.

El 11 de mayo de 2017 se publicó como hecho relevante que Banco Popular desmentía haber encargado la venta urgente del Banco, que existiese riesgo de

quiebra del Banco, y que el presidente del Consejo de Administración hubiese comunicado a otras entidades financieras la necesidad inminente de fondos ante una fuga masiva de depósitos.

El 15 de mayo de 2017 se publicó como hecho relevante que Banco Popular desmentía que hubiese finalizado una inspección del Banco Central Europeo, que el mismo hubiese manifestado que las cuentas anuales de 2016 de Banco Popular no reflejaban la imagen fiel de la entidad, y que la inspección que realizaba el Banco Central Europeo era parte de su programa de supervisión ordinaria.

El 6 de junio de 2017 se celebró reunión del Consejo de Administración de Banco Popular en que se decía que el día anterior se había solicitado una provisión urgente de liquidez al Banco de España por importe de 9.500 millones de euros, que las validaciones habían permitido disponer de cerca de 3.500 millones de euros pero que ello no impedía que el incumplimiento de la ratio LCR hubiese dejado de ser provisional pasando a ser significativo a efectos de valoración de la inviabilidad del Banco. El consejo aprobó considerar que el Banco Popular tenía en ese momento la consideración legal de inviable y comunicar de manera inmediata al Banco Popular esa situación.

El 7 de junio de 2017 la Comisión Rectora del FROB dictó resolución respecto a Banco Popular en la que decía que el «6 de junio de 2017, el Banco Central Europeo ha comunicado a la Junta Única de Resolución (la «JUR»), la inviabilidad de la entidad de acuerdo con lo establecido en el artículo 18.4 c) del Reglamento (UE) n.º 806/2014 (LCEur 2014, 1445) por considerar que la entidad no puede hacer frente al pago de sus deudas o demás pasivos a su vencimiento o existan elementos objetivos que indiquen que no podrá hacerlo en un futuro cercano» y que «la JUR en su Decisión SRB/EES/2017/08 ha determinado que se cumplen las condiciones previstas en el artículo 18.1 del Reglamento (UE) n.º 806/2014, de 15 de julio y, en consecuencia, ha acordado declarar la resolución de la entidad y ha aprobado el dispositivo de resolución en el que se contienen las medidas de resolución a aplicar sobre la misma. La JUR ha establecido que concurren en Banco Popular los requisitos normativamente exigidos para la declaración en resolución de la entidad por considerar que el ente está en graves dificultades, sin que existan perspectivas razonables de que otras medidas alternativas del sector privado puedan impedir su inviabilidad en un plazo de tiempo razonable y por ser dicha medida necesaria para el interés público». Entre las medidas a adoptar se decía que debía procederse a «la venta de negocio de la entidad 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 los instrumentos de capital que determinen la absorción de las pérdidas necesarias para alcanzar los objetivos de la resolución» y entre otras medidas se acordó «Reducción del capital social a cero euros (0€) mediante la amortización de las acciones actualmente en circulación con la finalidad de constituir una reserva voluntaria de carácter indisponible».

Asimismo se acordaba la transmisión a Banco Santander «*como único adquirente de conformidad con el apartado 1 del artículo 26 de la Ley 11/2015, no resultando de aplicación al comprador en virtud del apartado 2.º del citado artículo las limitaciones estatutarias del derecho de asistencia a la junta o al derecho de voto así como la obligación de presentar una oferta pública de adquisición con arreglo a la normativa del mercado de valores*», recibiendo en contraprestación por la transmisión de acciones un euro.

En realidad, la situación financiera reflejada no se correspondía con la que constaba y reflejaban los folletos informativos, no correspondiéndose con la situación económica financiera real de la entidad, sin que el inversor no profe-

sional dispusiese de elementos para poder advertir cual era la situación cierta, y fue en un breve lapso de tiempo cuando se tuvieron noticias de la existencia de unas pérdidas muy superiores a las que constaban en el folleto informativo, que llevaron a declarar la inviabilidad de la entidad, procediendo a su intervención; acordándose la amortización de las acciones a valor cero, y se efectuó su transmisión por importe de un euro, transmisión a Banco Santander como único adquirente de conformidad con el apartado 1 del artículo 26 de la Ley 11/2015.

## II. LA RESPONSABILIDAD POR FOLLETO DE EMISIÓN EN EL CASO «ACCIONES BANCO POPULAR» SEGÚN LA MAYORÍA DE LAS AUDIENCIAS PROVINCIALES

Con carácter generalizado las Audiencias Provinciales han venido admitiendo la existencia de responsabilidad del emisor por el folleto de emisión de la ampliación de capital del Banco Popular del año 2016 sobre la base de que el folleto que exige la normativa sobre el mercado de valores en los supuestos de ofertas públicas de suscripción de acciones como la formulada por Banco Popular (arts. 33 y sigs. de la Ley del Mercado de Valores y 16 y siguientes del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre) tiene por finalidad justamente informar a los potenciales inversores sobre la conveniencia de suscribir las acciones que se ofertan, por tener la sociedad una saneada situación patrimonial y financiera y una expectativa fundada de obtener beneficios, para que puedan formar su consentimiento con conocimiento de los elementos esenciales y los riesgos que pueden afectar previsiblemente a las acciones objeto de la oferta pública. Máxime si se trata de pequeños inversores, que únicamente cuentan con la información que suministra la propia entidad, a diferencia de los grandes inversores, que pueden tener acceso a otro tipo de información complementaria.

Las Audiencias Provinciales han argumentado el que cada concreto inversor haya leído en su integridad el folleto presentado ante la CNMV o no lo haya hecho, no es tan relevante, puesto que la función de tal folleto es difundir la información sobre la situación patrimonial y financiera de la sociedad cuyas acciones son ofrecidas públicamente entre quienes, en diversos ámbitos de la sociedad, crean opinión en temas económicos, de modo que esa información llegue, por diversas vías, a esos potenciales inversores que carecen de otros medios para informarse y que no han de haber leído necesariamente el folleto.

No hacen falta especiales razonamientos para concluir que si los datos económicos recogidos en el folleto no hubieran contenido las graves inexactitudes que se afirman, la información difundida a través de la publicación de tal folleto y los comentarios que el mismo hubiera suscitado en diversos ámbitos, habrían disuadido de realizar la inversión a pequeños inversores, que no tienen otro interés que el de la rentabilidad económica mediante la obtención y reparto de beneficios por la sociedad y la revalorización de las acciones, y que 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.

Que lo adquirido por los inversores hayan sido acciones de una sociedad anónima no resulta obstáculo a la apreciación de la nulidad de la orden de suscripción de acciones por concurrencia de error vicio del consentimiento.

Es cierto que diversas resoluciones de Audiencias Provinciales, así como un sector de la doctrina científica, consideran que anular el contrato de suscripción de acciones supone, de facto, anular el aumento de capital. Para ello, consideran

que la anulación de la adquisición de las acciones objeto de una oferta pública no es posible por lo previsto en el artículo 56 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, que establece una relación tasada de las causas de nulidad de la sociedad entre las que no se encuentran los vicios del consentimiento. Sostienen que habría que acudir exclusivamente a la responsabilidad por daños y perjuicios prevista en las normas sobre el folleto (arts. 28.3 de la Ley del Mercado de Valores, actual artículo 38.3 del Texto Refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, y 36 del Real Decreto 1310/2005), pues no cabría una acción de nulidad contractual por vicios del consentimiento.

En nuestro Derecho interno, los desajustes entre la normativa societaria (fundamentalmente, artículo 56 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital) y la normativa del mercado de valores (básicamente, artículo 38 de la Ley del Mercado de Valores) provienen, a su vez, de que, en el Derecho Comunitario Europeo, las Directivas sobre folleto, transparencia y manipulación del mercado, por un lado, y las Directivas sobre sociedades, por otro, no están coordinadas.

No obstante, de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 19 de diciembre de 2013 (asunto C-174/12, caso Alfred Hirmann contra Immofinanz AG) se desprende 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. De acuerdo con esta sentencia, el Derecho de la Unión no se opone a una normativa nacional que establezca la responsabilidad de una sociedad anónima como emisora frente a un adquirente de acciones de dicha sociedad por incumplir las obligaciones de información previstas en las Directivas comunitarias y que obligue a la sociedad a reembolsar al adquirente el importe correspondiente al precio de adquisición de las acciones y a hacerse cargo de las mismas.

De conformidad con lo expuesto debe concluirse respecto a que la información proporcionada al inversor minorista, le hizo incurrir en una contratación con falta de información grave, dado que el suscriptor de las acciones pensaba que estaba adquiriendo una parte alícuota de una sociedad solvente susceptible de producirles beneficios, cuando en realidad estaban adquiriendo una parte de una sociedad con unas pérdidas cuantiosas, hasta tal punto que un año después se acordó su resolución, y que indefectiblemente le iba a ocasionar una pérdida importante de su inversión no se adecuaba a la realidad económica de la entidad.

A título de ejemplo, admitiendo la responsabilidad del emisor por el folleto de emisión referido, podemos citar la sentencia de la Audiencia Provincial de León de 20 de septiembre de 2019 (Id Cendoj: 24089370022019100278); la sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 22 de octubre de 2019 (*JUR* 2019, 317107); la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 19 de noviembre de 2019 (*JUR* 2020, 93401); la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 9 de diciembre de 2019 (*JUR* 2020, 39806); la sentencia de la Audiencia Provincial de Zamora de 19 de diciembre de 2019 (*JUR* 2020, 85680); la sentencia de la Audiencia Provincial de Álava de 30 de diciembre de 2019 (*JUR* 2020, 88280) y la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 20 de enero de 2020 (*JUR* 2020, 96722).

La elección de las fechas de las anteriores sentencias de las Audiencias Provinciales que estiman la responsabilidad del emisor del folleto no son casuales sino que

precisamente todas son posteriores a la reunión de magistrados de las Secciones Civiles de la Audiencia Provincial de Asturias celebrada el 11 de octubre de 2019 donde se adoptó el criterio de que la expresada normativa impide a los accionistas perjudicados solicitar la indemnización de daños y perjuicios derivados de la amortización de sus títulos, sin perjuicio de las acciones que pudieran corresponderles frente a otras personas como responsables de lo sucedido o de la posibilidad de acudir a los mecanismos de salvaguarda que prevé la citada Ley 11/2015.

¿Podría haberse desestimado por estas Audiencias Provinciales la responsabilidad del emisor del folleto de ampliación de capital aunque la entidad de crédito demandada no hubiera alegado en el proceso las supuestas previsiones contrarias de la Ley 11/2015 que más tarde desarrollaremos? En nuestra opinión sí, en función de la teoría procesal de la sustanciación. La jurisprudencia del Tribunal Supremo ha seguido la doctrina de la sustanciación, así podemos citar la Sentencia del Tribunal Supremo 918/2006, de 27 septiembre de 2006 —EDJ 2006/275333—, que dice que:

*«la doctrina de la sustanciación que sigue esta Sala en la identificación de la causa de pedir permite que, extraída de las alegaciones la esencia de los hechos, se apliquen las reglas da mihi factum, dabo tibi ius y iura novit curia, bien que con el límite referido de que no se altere la causa de pedir. Son, en definitiva, los hechos que integran el supuesto al que la norma vincula la consecuencia jurídica los que permiten individualizar la pretensión».*

Pero no solo las Audiencias Provinciales citadas a título de ejemplo obvian por completo la referida decisión desestimatoria de responsabilidad de emisor del folleto, sino que incluso a nivel de los Juzgados de Instancia, también está ocurriendo lo mismo según nuestro conocimiento. En este sentido, citamos a título ejemplificativo, la sentencia n.º 57 del Juzgado de 1ª Instancia n.º 3 de Móstoles de 11 de marzo de 2020 (PO 743/2019) y la sentencia del Juzgado de 1ª Instancia n.º 12 de A Coruña de 21 de febrero de 2020 (PO 494/2019), siendo esta última resolución judicial en la que encontramos un explícito rechazo a los referidos criterios de la reunión de magistrados de las Secciones Civiles de la Audiencia Provincial de Asturias celebrada el 11 de octubre de 2019, cuando razona lo siguiente:

*«DÉCIMO PRIMERO.— Pero semejante posición de la AP de Asturias absolutamente respetable y fundada, no se conoce que sea la postura general del resto de tribunales. y por lo demás tampoco se comparte, entendiendo que es una nueva forma de realizar la misma alegación ya resuelta en otras ocasiones por otros tribunales cuando contestaban al argumento de que la nulidad por defectos de folleto, suponía de facto anular para todos los efectos de la ampliación de capital.*

*La SAP de Pontevedra de 22 de octubre de 2019 respondió con los siguientes argumentos (...).*».

### III. LOS CRITERIOS DE LA AUDIENCIA PROVINCIAL DE ASTURIAS Y DE LA AUDIENCIA PROVINCIAL DE CANTABRIA NEGANDO LA RESPONSABILIDAD POR FOLLETO DE EMISIÓN EN EL CASO «ACCIONES BANCO POPULAR»

¿Pero qué es lo que realmente han expresado estos criterios de la Audiencia Provincial de Asturias y de la Audiencia Provincial de Cantabria?

El Acuerdo de las Secciones Civiles de la Audiencia Provincial de Asturias de 11 de octubre de 2019 prevé expresamente, lo siguiente:

*«Acuerdo tomado en reunión de las Secciones Civiles de la Audiencia Provincial de Asturias sobre unificación de criterios, celebrada el 11 de octubre de 2019, por unanimidad de los presentes, con relación a la incidencia de la Ley 11/15, de 18 de junio, Directiva 2014/59, de 15 de mayo de 2014 y Reglamento UE de 15 de junio de 2014, en las acciones de reclamación de daños y perjuicios interpuestas por los accionistas frente al Banco Popular por incumplimiento de los deberes de información que impone la Ley del Mercado de Valores, tanto para el mercado primario como para el mercado secundario (arts. 38 y 124 de la citada Ley).*

*La indicada normativa (Ley 11/15, Directiva 2014/59 y Reglamento UE de 15 de junio de 2014) impide a los accionistas perjudicados solicitar la indemnización de daños y perjuicios derivados de la amortización de sus títulos acordada el 7 de junio de 2017 por la Junta Única de Resolución, sin perjuicio de las acciones que pudieran corresponderles frente a otras personas que pudieran ser responsables de lo sucedido, o de la posibilidad de acudir a los mecanismos de salvaguarda que prevé la citada Ley».*

Por su parte, los criterios de las secciones civiles de la Audiencia Provincial de Cantabria, celebrada en el pasado 20 de febrero de 2020, se adoptaron, en relación con la acción de responsabilidad por folleto de emisión, el siguiente acuerdo:

*«a) Como consecuencia de la decisión de la Junta Única de Resolución de 7 de junio de 2017 y la resolución del FROB de la misma fecha amparada en la Directiva 2014/59/UE, en el Reglamento (UE) N.º 806/2014 (LCEur 2014, 1445) y en la Ley 11/2015, de 18 de junio, no reconocemos un deber de resarcir a cargo del Banco Santander, S.A. a quienes adquirieron acciones del Banco Popular Español, S.A., tanto en el mercado primario como en el secundario, derivado de una eventual responsabilidad civil por daños (sea por responsabilidad por folleto del artículo 38, por responsabilidad por omisión o información incorrecta del artículo 124, ambos del RDL 4/2015 (RCL 2015, 396, 530), o por cualquier otra causa genérica de responsabilidad civil) fundada en el incumplimiento de los deberes de información».*

La razón decisoria de estos Acuerdos, tal y como reconoce la propia sentencia de la Audiencia Provincial de Cantabria núm. 141 de 26 de febrero de 2020 (Sección 2ª) (*JUR* 2020, 83337), es el artículo 37.2 de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, que expresamente prevé lo siguiente:

*«2. En caso de que se amortice el importe principal de un instrumento de capital pertinente, se producirán los efectos siguientes:*

*a) La reducción del importe principal será permanente, sin perjuicio del mecanismo de compensación que, en su caso, pueda aplicarse de acuerdo con lo previsto en el artículo 36.5.*

*b) En relación con el titular del pasivo afectado, no subsistirá obligación alguna respecto al importe del instrumento que haya sido amortizado, excepto cuando se trate de una obligación ya devengada o de una obligación resultante de los daños y perjuicios surgidos como consecuencia de la sentencia que resuelva el recurso contra el ejercicio de la competencia de amortización y conversión de los instrumentos de*

capital o de la recapitalización interna, todo ello sin perjuicio de la aplicación a dicho titular de lo dispuesto en el artículo 39.3.

c) *No se pagará indemnización alguna al titular de los pasivos afectados, excepto si se ajusta a lo dispuesto en el artículo 39.3».*

Pues bien, sentado lo anterior, el discutible razonamiento de la sentencia de la Audiencia Provincial de Cantabria núm. 141 de 26 de febrero de 2020 (Sección 2ª) (*JUR* 2020, 83337), es ahora el siguiente (FJ. N.ª 5):

*«5. En atención a los anteriores antecedentes, no considera la Sala que pueda sostenerse una preeminencia entre, en el presente caso, las normas del mercado de valores que reconocen el eventual resarcimiento del daño por infracción de folleto o por defectos en la información periódica y las del nuevo régimen de resolución de las entidades de crédito, en cuanto pretende prescindirse de este último —ley especial para el tratamiento singular de la insolvencia de las entidades de crédito e inversión que por su trascendencia exigen de un tratamiento específico ajeno a la Ley Concursal (RCL 2003, 1748)— para mantener el reconocimiento y eficacia de una deuda de resarcimiento.*

*A la dificultad de considerar que el daño —el fundamento de la responsabilidad civil es siempre un daño, atribuible a un sujeto civilmente responsable mediante alguno de los criterios de imputación previstos en la Ley— se haya producido de forma ajena a la intervención de la JUR y el FROB y que la eventual deuda sea preexistente a su intervención, encontramos el obstáculo que para su definitivo reconocimiento supone que las propias decisiones administrativas han provocado definitivamente la pérdida de valor de las acciones, es decir, de los instrumentos de capital del que la parte actora era titular en su condición de accionista.*

*Y esta pérdida derivada de la amortización, preferente y permanente, sin derecho a indemnización, que no permite la subsistencia de obligación alguna respecto al importe del instrumento amortizado —salvo que se trate de obligaciones ya devengadas, que han de referirse a las nacidas y no pagadas y, por tanto, ajenas a las ahora pretendidas— y que no permite el reconocimiento de ningún derecho sobre los activos y pasivos transferidos, entendemos que resulta incompatible con el reconocimiento definitivo de una indemnización por daños que pretende la plena recuperación del valor del momento de la adquisición de unas acciones ya amortizadas, pues en tal caso decaería el propósito del legislador el nuevo régimen de resolución de las entidades de crédito. Todo ello, en fin, sin perjuicio de las acciones penales, civiles por responsabilidad de los administradores sociales o administrativas que resulten de aplicación».*

Dos afirmaciones, entendemos que son erróneas:

A) El daño no es ajeno a la intervención de la JUR y el FROB, en términos de imputación.

Creemos que esa afirmación no es correcta y para ello entendemos que ha de analizarse la misma desde lo que es la imputación y la causalidad en Derecho de Daños.

A nuestro entender el criterio de imputación subjetiva de la responsabilidad derivada del folleto de emisión es a su vez subjetivo o basado en la culpa, lo que se deduce del artículo 37.1 del Real Decreto 1310/2005 Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a



negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, que sobre «Exenciones de responsabilidad», contiene la defensa de diligencia debida por la información imprudentemente revelada al mercado bursátil, con estas palabras: «Una persona no será responsable de los daños y perjuicios causados por la falsedad en cualquier información contenida en el folleto, o por una omisión de cualquier dato relevante requerido de conformidad con lo dispuesto en este real decreto, si prueba que en el momento en el que el folleto fue publicado actuó con la debida diligencia para asegurarse que: a) La información contenida en el folleto era verdadera. b) Los datos relevantes cuya omisión causó la pérdida fueron correctamente omitidos».

Aunque en realidad lo que consideramos que se pone en tela de juicio en la referida sentencia es la conocida imputación objetiva o causalidad, diciendo que el daño no proviene de las inexactitudes del Folleto.

En este sentido y para apoyo de lo anterior, nos parece sumamente recomendable la atención a los razonamientos de la excelente sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º 1 de Fuenlabrada de 7 de abril de 2015 (Id Cendoj: 28058420012015100001)<sup>1</sup>, que sobre el particular nos enseña magistralmente y con carácter genérico desde la legislación y práctica comparada, en cuanto a la relación de causalidad en la responsabilidad del folleto de emisión, lo siguiente:

*«Así las cosas, la prueba de la relación causal entre información falsa o engañosa y daño es dificultosa por la necesidad de una doble prueba (singula non probat): causación de la decisión de inversión y causación del daño en la inversión. El análisis bifurcado del nexo causal se ha impuesto en el manejo de estos casos, con la precisión de que la causación de la decisión sigue la teoría de la condición indispensable (condicio sine qua non) y la causación del daño es un juicio normativo de atribución de la responsabilidad entre los distintos factores de un daño. Supongamos que un emisor de acciones informa inadecuadamente sobre las calidades o bases de sus fundamentales, y que si la información hubiera sido verdadera, el demandante no habría comprado ninguna de las acciones. La cotización luego se desploma, no porque la verdad se descubre sino por un colapso del mercado para el producto del emisor, totalmente fuera de control del emisor. Hay "causación de la operación" porque el demandante no habría comprado el valor, y por tanto no habría experimentado la pérdida, si el demandado hubiera sido verdadero, pero no hay "causación de la pérdida" porque la clase de pérdida que ocurrió no era de la clase que la exigencia de revelación que el demandado violó intentaba prevenir. Sostener la responsabilidad del demandado por la pérdida produciría sobredisuación por hacerle asegurador frente a condiciones fuera de su control» (Movitz v First Natl Bank of Chicago, 148 F3d 760 [7th Cir 1998], siguiendo la teoría del fin de protección de la norma)».*

Para nuestro sistema legislativo y en relación con la causación de la decisión, la referida sentencia de primera instancia, razona que:

*e) Causación de la decisión y de la pérdida.— «De acuerdo con las condiciones que se determinen reglamentariamente, todas las personas indicadas en los apartados anteriores, según el caso, serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores 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. 28.3 I LMV).*

La expresión «como consecuencia» está aquejada de ambigüedad del alcance. Sin duda, los daños deben ser consecuencia de las informaciones falsas o de las omisiones. ¿Debe ser también la adquisición de los valores consecuencia de la información incorrecta? En otras palabras, ¿se requiere la causación de la decisión de invertir? Hemos visto que algunos ordenamientos prescinden de la causación de la decisión, al menos en la responsabilidad civil por folleto. En nuestro Derecho, en interpretación auténtica delegada, el artículo 36 del Real Decreto 1310/2005 solo pide causación del daño, luego sub silentio no la causación de la decisión.

Hay otro argumento coadyuvante, de constancia terminológica a contrario: el Legislador no emplea aquí la expresión «informaciones falsas o engañosas» y sí en otros varios artículos, luego parece que el engaño o error del inversor es irrelevante. En suma, es defendible que en la responsabilidad por folleto la causación del daño es suficiente, sin que deba probarse, además, causación de la decisión.

Con todo, en la expresión «titulares de los valores adquiridos», la palabra «adquiridos» es redundante si no fuera para significar la necesaria causación de la decisión de adquirir. En la hipótesis de que el Legislador no se expresa de un modo redundante, la doctrina de la confianza indirecta, en cualquiera de sus variantes, permite entender que el inversor confió en la información incorrecta aunque no leyera el Folleto. Así, la causación de la decisión podrá inferirse de la importancia (materiality) de la inexactitud (*Affiliated Ute Citizens of Utah v US*, 406 US 128 [1972]). O, más refinadamente, resulta razonable la versión más acabada de la teoría del fraude al mercado que, aunque dictada para los supuestos de fraude, es trasladable a las informaciones negligentes.

Esta doctrina se menciona en el escrito de demanda.

La teoría del fraude al mercado (*fraud-on-the-market theory*) parte dos premisas: (1.<sup>ª</sup>) en un mercado de valores eficiente el precio incorpora toda la información pública disponible y (2.<sup>ª</sup>) el inversor confía en la integridad de los precios del mercado. Siendo así que el precio también incorpora la información incorrecta, estará distorsionado. No obstante, la formulación jurisprudencial (*Basic Inc v Levinson*, 485 US 224 [1988]) se contenta con la premisa más modesta de que una información conocida públicamente normalmente afecta a las cotizaciones. La presunción *Basic* incorpora dos presunciones constituyentes: primero, si el demandante demuestra que la información incorrecta era pública y relevante y que el valor se negociaba en un mercado en general eficiente, estará legitimado para presumir que la información incorrecta afectó a la cotización (*Price impact*). Segundo, si el demandante demuestra también que compró el valor al precio de mercado durante el período relevante, tendrá derecho a la presunción adicional de que compró el valor confiando en la información incorrecta.

En sentido opuesto, la presunción *Basic* es una presunción *iuris tantum* y el demandado podrá contraprobar el desconocimiento de la información por el mercado, la falta de relevancia respecto al conjunto total de información disponible, la ineficiencia del mercado en cuestión, que el demandante operó después de la revelación de la información (*truth-on-the market defence*) o, finalmente, que la información no tuvo impacto en los precios o que el demandante hubiera comprado o vendido, de todos modos, pese a la información incorrecta (*Halliburton Co. v Erica P. John Fund. Inc.*, 573 US \_\_\_ [2014] o «*Halliburton II*»).

Este razonamiento se extiende a las nuevas emisiones bajo la variante *fraud-created-the-market doctrine*, asumiendo que la confianza la provoca la mera existencia de un mercado del valor en cuestión y que el valor hubiera resultado innegociable si no es por las declaraciones falsas o engañosas».

La conclusión sobre la causación de la decisión y la pérdida la lleva a cabo la sentencia de instancia precitada para el caso Bankia, de la siguiente forma:

*«En el presente caso, la parte demandante cumple el test compuesto por el que debe probar los presupuestos de publicidad-relevancia (materiality)-eficiencia del mercado y temporaneidad (market timing); porque la información del Folleto era pública, las incorrecciones eran relevantes, la Bolsa española es un mercado eficiente, la parte demandante suscribió las acciones entre la fecha de publicación del Folleto y el momento en que la realidad fue revelada. Por su parte, la demandada Bankia no ha desvirtuado las presunciones integradas en el anterior razonamiento pues todo su esfuerzo pericial se concentra en la materia contable y no en las cuestiones características de la securities litigation.*

¿Son trasladables las anteriores conclusiones sobre la causación de la decisión de la inversión del caso Bankia al caso Banco Popular para poder afirmar en este último caso la existencia de responsabilidad por folleto de emisión? En nuestra opinión, sin ninguna duda, la información del Folleto era pública, las incorrecciones eran relevantes, la Bolsa española es un mercado eficiente y los inversores que generalmente demandan el resarcimiento del daño con base a la inexactitud del Folleto compraron las acciones entre la fecha de publicación del Folleto y el momento en que la realidad fue relevada sin lugar a dudas, a saber, la fecha de la comunicación de la inviabilidad del Banco por parte del FROB.

Para nuestro sistema legislativo y en relación con la causación del daño, la referida sentencia de primera instancia, razona que:

*«c) Atribución del daño a la incorrección.— La atribución del daño a la información incorrecta parte de un conjunto de consideraciones: ca) Deseable desagregación de causas.— “Si el comprador vende más tarde después de que la verdad se abra camino en el mercado, un precio de compra inicialmente inflado puede significar una pérdida posterior. Pero eso está lejos de ser inevitable. Cuando el comprador subsiguientemente revende esas acciones, incluso a un precio más bajo, ese precio más bajo puede reflejar, no la anterior declaración inexacta, sino circunstancias económicas cambiadas, expectativas de los inversores cambiadas, nuevos hechos específicos de la industria o de la compañía, condiciones, u otros eventos, que tomados separadamente o conjuntamente, den cuenta de parte o todo de ese precio más bajo. (Lo mismo es verdad respecto a una pretensión de que el precio más alto de la acción es más bajo de lo que hubiera sido de otro modo—una pretensión que aquí no consideramos). Estando igual todo lo demás, cuanto más largo el tiempo entre la compra y la venta, esto es más probable, i.e., es más probable que otros factores causaran el daño.*

*Dada la maraña de factores que afecta al precio, la sola lógica nos permite decir como máximo que el precio de compra más alto tendrá un papel a veces en provocar una pérdida futura. Podría probarse que es una condición necesaria de cualquier pérdida como tal y en ese sentido uno podría decir que el precio de compra inflado sugiere que la declaración inexacta (utilizando el lenguaje que el Noveno Circuito utilizó) apunta a (touches upon) una pérdida económica posterior. Apuntar a una pérdida no es causar una pérdida, y es esto último lo que la ley requiere. [...] De hecho, el Restatement of Torts, al describir el consenso judicial, dice que una persona que ‘presenta inadecuadamente la situación financiera de una corporación en orden a vender sus acciones’ se vuelve responsable frente a un comprador confiado ‘por la pérdida’ que el comprador experimenta ‘cuando los hechos... vienen a ser*

generalmente conocidos' y 'como resultado' el valor de la acción se 'deprecia' § 548A, Comment b, en 107. Los tratadistas, también han enfatizado la necesidad de probar causalidad próxima" (*Dura Pharmaceuticals Inc v Michael Broudo*, 544 US 336 [2005]). El método idóneo para demostrar la causación del daño es un estudio sobre eventos (*event studies*, habiendo reconocido su valía pericial, *Halliburton II*; ampliamente, *Bricklayers & Trowel Trades Int'l Pension Fund v Credit Suisse Sec. (USA) LLC*, No. 12-1750 [1st Cir 14.5.2014]). Un estudio de eventos es un análisis estadístico de regresión que examina el efecto de un evento (como la revelación de una información incorrecta) sobre una variable dependiente (como la cotización de una acción). No obstante, la parte demandante no acompaña pericial de esta clase. En cualquier caso, en aquellos casos "verdad más caída" (*truth plus drop*), en los que la inflación se disipa por revelación de la incorrección (*corrective disclosure*), tras la que se produce una caída de la cotización no explicable por otros eventos (*confounding events*), puede afirmarse el nexo causal entre revelación y pérdida. Este fenómeno se acentúa en los casos de colapso de la compañía.

No obstante, fuera de este paradigma platónico, si no puede fijarse con una mínima certidumbre el momento de la revelación sino que la verdad se filtra progresivamente al mercado (*leakage*) o la compañía es capaz de manipular la reacción del mercado (p. ej. cocinando los libros), será difícil poder apreciar un daño legalmente relevante en la medida en que la pérdida no sea mayor que la que hubieran experimentado los accionistas de las compañías más asimilables en un contexto de descensos generalizados de las cotizaciones (este es el supuesto más común de evento confusorio).

En el caso Banco Popular, recordamos que el día 6 de junio de 2017 el órgano de administración ya asumía la inviabilidad del Banco lo que se constató jurídicamente mediante la comunicación del FROB del día 7 de junio de 2017 y siguiente venta a un euro de la totalidad de las acciones del Banco Popular al Banco Santander.

Por tanto, resulta palmaria la causación del daño ya que la información incorrecta del folleto de la ampliación de capital del 25 de mayo de 2016 ofrecía un precio inflacionado de las acciones del Banco Popular resultando que el oportuno conocimiento de dicha inflación de valor supuso la venta a un euro de la entidad de crédito disipándose así cualquier duda sobre la inflación valorativa de las acciones tras el inmediato conocimiento de la inviabilidad de la entidad de crédito<sup>2</sup>, cuya causa última hemos de encontrarla en la irrealidad de la situación financiera de la entidad que ya se reflejó en el folleto de emisión de la ampliación de capital de 25 de mayo de 2016 aunque la causa más próxima pudiera atribuirse a la retirada de depósitos bancarios que en realidad fue realmente debida a dicha irrealidad financiera y contable de la entidad de crédito.

Debe en este sentido recordarse, con la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de noviembre de 1999 (*RJ* 1999, 8862), que «en un evento dañoso pueden concurrir varias causas (predisponentes, desencadenantes, concomitantes; de concurrencia, simultánea o sucesiva), y nada obsta a la existencia de una concausa que, sin ser la propiamente desencadenante, pueda contribuir a hacer más grave el resultado». Y es que, con arreglo a una jurisprudencia inveterada de la que son exponentes las Sentencias del Tribunal Supremo de 27 de enero de 1993 (*RJ* 1999, 509) y 13 de febrero de 1999 (*RJ* 1999, 1236), «no cabe en el terreno jurídico estimar como no eficiente la causa que, de modo indubitado, prepare, condicione o complete la acción de la causa mediata o inmediata originadora del evento dañoso que, por su acción conjunta, se produjo (SS. 18 de octubre de 1964 y 22 de abril y 4 de junio de 1980 [*RJ* 1980, 1529 y 2399])».

Razona al hilo de lo anterior, la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 4 de junio de 1980 (RJ 1980, 2399), lo siguiente:

«CDO.:

*Que la doctrina, criterio y solución expresado en el precedente ya ha sido reconocido por esta Sala en Sentencia de 9 de junio de 1969 (RJ 1969, 3353), por lo que estimando aplicable dicho párrafo 1.º del artículo 1104 del Código civil al supuesto de culpa extracontractual o aquiliana, dado el lugar que tal precepto legal ocupa en la sistemática del citado Cuerpo sustantivo, aprecia que si bien el artículo 1902 del mismo ordenamiento jurídico al establecer, desde un aspecto meramente sancionador, la obligación legal de tener presente el «alterum non laedere» de la Instituta de Justiniano, o sea, que nuestras acciones no causen daño a otro, refiriéndose a la culpa, no especifica qué hechos y en qué grado la determinan, ese vacío legal ha de llenarse con relación al aspecto causal y concretamente en orden a la eficiencia de la causa y para que produzca sus normales efectos, entendiéndose que si ontológicamente, para distinguirla del «principio» genéricamente considerado («quod aliquid procedit quodcumque modo») y de la «condición» (aquello que sin ser causante coopera a la producción del efecto) debe definirse como «principium quod reti producit effectum a se distinctum», ello no entraña una intervención unitaria y decisiva, ya que tal causa puede ser total, cuando no necesita del concurso de otra causa para producir íntegramente el efecto, y «parcial» cuando este no se produce sin el concurso de otra causa eficiente, pudiendo tales causas en forma «simultánea» (conurrencia) o «sucesiva» (concatenación) cuando el efecto de una causa aparezca influido por el efecto que produjo una causa anterior, sin que en el terreno jurídico quepa por tanto estimar como no eficiente la causa que de modo indubitado prepare, condiciones o complete la acción de la causa última, actuando tales con causas respectivamente como mediata o inmediatamente originadas del evento dañoso que, por su acción conjunta, se produjo, que es precisamente lo ocurrido en el supuesto ahora contemplado desde el momento que, como viene dicho, el siniestro de que se trata si ciertamente tuvo su causa inicial desencadenante en un incendio sin origen precisado, ha tenido su causa desarrolladora para llegar a producir los efectos dañosos que alcanzó en el negligente comportamiento del demandado recurrente don Ignacio S. E. al tener instalado en forma de excesivo almacenamiento mercancía «altamente inflamable» y «de gran combustibilidad» en el local en que el incendio se inició, sin extintores adecuadamente proporcionados al volumen y condiciones de lo almacenado, y cuya causa desarrolladora pasa a ser de hecho y jurídicamente, como primordiales al respecto».*

De esta forma, entendemos la concatenación causal existente en el presente caso, calificándose de causa eficiente e inicial la información inexacta del folleto de ampliación de capital que influyó en la causa mediata de la resolución o liquidación de la entidad de crédito, a saber, la fuga de depósitos.

B) La obligación de resarcimiento no es una obligación devengada

Continúa la Sentencia de apelación de la Audiencia Provincial de Cantabria núm. 141 de 26 de febrero de 2020 (Sección 2.ª) (JUR 2020, 83337) en consonancia con su anterior juicio causal entendiéndose por tanto que la obligación de resarcimiento no es una obligación devengada y por tanto reclamable de acuerdo con la normativa de resolución y liquidación bancaria (art. 37.2 de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión).

De nuevo entendemos que lo anterior es erróneo no solo a la luz de las consideraciones causales que hemos efectuado con anterioridad sino al amparo de los razonamientos efectuados en el seno de un proceso ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea donde se dirimió un caso competencia judicial internacional en materia de responsabilidad civil por folleto de emisión.

Nos estamos refiriendo al caso resuelto en la sentencia el Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 12 de septiembre de 2018 (asunto C-304/17), cuyo fallo es el siguiente:

*«El artículo 5, punto 3, del Reglamento (CE) núm. 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, debe interpretarse en el sentido de que en una situación como la que existe en el litigio principal, en la que un inversor ejercita una acción de responsabilidad delictual o cuasidelictual frente a un banco que ha emitido un certificado en el que aquel ha invertido basándose en el folleto correspondiente a dicho certificado, los tribunales del domicilio del inversor en cuestión, en tanto que tribunales del lugar donde se ha producido el hecho dañoso a efectos de la citada disposición, son competentes para conocer de tal acción de responsabilidad por acto ilícito, cuando el daño alegado consista en un perjuicio económico que se produce directamente en una cuenta bancaria del inversor abierta en un banco establecido en el territorio de los referidos tribunales y cuando las restantes circunstancias particulares de tal situación concurren igualmente a atribuir la competencia a esos mismos tribunales.*

En este caso Löber, el órgano jurisdiccional remitente plantea sus cuestiones sobre la competencia internacional en relación con un hecho concreto: la decisión de inversión inducida por un folleto de inversión potencialmente engañoso difundido en Austria. En otras palabras, se trata de la responsabilidad civil derivada de la representación inexacta que supuestamente llevó a la demandante a realizar una inversión que produjo una pérdida financiera en su cuenta bancaria<sup>3</sup>.

Las conclusiones del Abogado General Sr. MICHAL BOBEK presentadas el 8 de mayo de 2018 fueron las siguientes:

*«En lo que respecta a una demanda relativa a la responsabilidad extracontractual por representación inexacta de una información mediante la publicación de un folleto supuestamente defectuoso explicativo de unos certificados de bonos al portador que pueden adquirirse en un mercado secundario nacional concreto y que derivaron en la pérdida de la inversión, el concepto de “lugar donde se hubiere producido o pudiere producirse el hecho dañoso” del artículo 5, punto 3, del Reglamento (CE) núm. 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, debe interpretarse en el sentido de que se refiere al lugar en el que un inversor en mercados secundarios como la demandante, sobre la base de un folleto supuestamente defectuoso, contrajo una obligación jurídicamente vinculante, y de cumplimiento exigible, de invertir en los certificados, en cualquier punto del territorio del Estado miembro en el que dichos certificados pudieron ser válidamente suscritos».*

En lo que ahora nos interesa, para llegar a dichas conclusiones el Abogado General razonó lo siguiente:

«56. En tales circunstancias, se plantea la cuestión relativa a en qué momento (o en qué condiciones) fue legalmente posible que un inversor como la demandante se viese inducido a confiar en una supuesta información incorrecta ofrecida por el demandado ¿Qué hecho fue decisivo para causar el (supuesto) perjuicio de verse inducida a realizar una inversión cuestionable?

57. En el presente caso, cabría admitir tres posibilidades.

58. En primer lugar, cabría considerar que el momento pertinente se produjo cuando la información en cuestión se puso a disposición del público y, por tanto, a disposición en general de cualquier inversor potencialmente objeto de engaño. En el presente asunto, dicho momento sería cuando la demandada publicó por primera vez el folleto, supuestamente en cualquier mercado y en cualquier Estado miembro, incluido el folleto para los inversores en mercados primarios.

59. En segundo lugar, el momento pertinente podría ser aquel a partir del cual el folleto tiene la capacidad legal de influir en las decisiones de inversión del grupo de inversores pertinente. En el presente asunto, y teniendo en cuenta la segmentación nacional de la regulación del mercado de capitales en cuestión, dicho grupo de inversores lo compondrían los inversores en los mercados secundarios de Austria.

60. En tercer lugar, el momento pertinente podría ser aquel en que el folleto en cuestión llevó al inversor individual afectado, como la demandante, a tomar su decisión de inversión.

61. No me parece razonable escoger la primera opción (el momento de la primera publicación del folleto), por la sencilla razón de que ese momento se halla demasiado alejado de cualquier decisión que pudiese haber adoptado razonablemente un inversor individual que operase en un mercado secundario específico. Como cuestión de hecho, no es probable que esta «primera» publicación del folleto tenga incidencia alguna sobre la decisión tomada por cada inversor individual o grupo de inversores. A estos inversores individuales en los mercados secundarios se les suele ofrecer una información distinta, en este caso, además, en una lengua diferente, según parece. Desde el punto de vista jurídico, esos inversores no pueden invertir hasta que se establezca legalmente la posibilidad de hacerlo en los respectivos mercados nacionales. Por otra parte, en la práctica, invocar el momento de la primera publicación para el público en general daría lugar a que la jurisdicción pertinente fuese siempre la sede del emisor, con independencia de los obstáculos jurídicos que la víctima del supuesto ilícito pudiera encontrar para realizar efectivamente la inversión basándose en la «primera» publicación del folleto.

62. Por lo que se refiere a la tercera posibilidad indicada, tampoco ofrece, a mi juicio, una solución razonable, ya que haría depender la regla de competencia de circunstancias individuales extremadamente aleatorias e inciertas, prácticamente imposibles de determinar como cuestión de hecho. Significaría, en la práctica, que un órgano jurisdiccional tendría que depender exclusivamente de una declaración realizada por el demandante sobre la hora y el lugar en que se produjo su decisión de invertir. Por poner un ejemplo: un inversor individual podría perfectamente leer un folleto sobre una nueva oportunidad de inversión disponible en un banco de Viena; a continuación, llevarse dicho folleto para leerlo durante su viaje a Dubrovnik, sopesar la posibilidad de invertir sobre la base de la información del folleto y, por último, decidir invertir en el momento en que desayuna en una terraza de su hotel en Florencia, tras ser animado para ello por teléfono por un amigo que llama desde Praga.

63. Por consiguiente, la única posibilidad razonable de determinar de manera objetiva dónde se ubica el lugar en el que se ha producido el hecho causante de inducir a engaño a un inversor es, a mi juicio, la segunda de las hipótesis antes

*planteadas, a saber, el momento a partir del cual el folleto tiene efectivamente la capacidad, de conformidad con la legislación nacional y de la Unión aplicable, de influir en las decisiones de inversión de los inversores del mercado en cuestión. La jurisdicción pertinente se definiría entonces a nivel nacional, y no meramente local, habida cuenta de que la publicación de un folleto respecto de un determinado territorio nacional despliega sus consecuencias simultáneamente en todo el referido territorio. De ello se sigue, lógicamente, que el lugar del tribunal específico dentro de ese territorio nacional dependerá de la elección del demandante.*

*64. El elemento clave, a mi juicio, reside en que, para que el folleto tuviera siquiera el potencial de inducir a error a la demandante, era preciso que hubiera sido difundido en Austria; de lo contrario, no podrían haberlo suscrito legalmente en dicho país inversores particulares».*

Evidentemente, hemos de adecuar el resultado de dichas conclusiones a nuestro caso con el objeto de entender el momento temporal en que el inversor adopta la decisión de invertir y este ha de ser como no podía ser de otro modo en el momento en que el folleto tiene la capacidad legal de influir en las decisiones del inversor (en términos de competencia judicial internacional, dicho momento nos determinaría el lugar del hecho causante) lo que trasladado a nuestro caso, ya que la difusión lo fue en todo nuestro territorio nacional, no puede ser otro que el que se dice en el apartado 1 del artículo 27 del Real Decreto número 1310/2005 de 4 de noviembre, bajo la rúbrica de «período de validez del folleto informativo», que: «*Los folletos serán válidos durante un período de doce meses desde su aprobación para realizar ofertas públicas*».

O sea, el hecho decisivo tomado es aquel que supone la capacidad legal del folleto para incidir en la actitud del inversor lo que también conlleva una antelación temporal al fenómeno resolutorio y liquidatorio bancario y por tanto ha de conllevar necesariamente la calificación de «*obligación devengada*» del crédito resarcitorio máxime si como hemos visto la causalidad en la decisión de la inversión se observa en este caso por aplicación de la conocida teoría del fraude al mercado.

Por ello, carece de validez —en nuestra opinión el recurso al artículo 37.2 de la Ley 11/2015 por parte de los criterios de las Audiencias Provinciales de Asturias y Cantabria para eludir la responsabilidad por folleto de emisión en este caso, ya que el criterio temporal generalmente admitido para la determinación del nacimiento del ilícito aquiliano es la fecha en que tiene lugar o se realiza el hecho dañoso, o sea, cuando el folleto de emisión con inexactitudes tiene capacidad legal para influir en la toma de decisiones del inversor hasta el período de validez del mismo (12 meses), lo que supone por tanto concluir que temporalmente sí había una obligación devengada (nacida y no pagada) consistente en la obligación de resarcimiento *ex.* artículo 38 de la Ley del Mercado de Valores al inversor correspondiente, que inaplicable por tanto la regla general del artículo 37 de la Ley 11/2015 que impide cualquier resarcimiento al accionista y haya por tanto de aplicar la meritada excepción a dicha regla general (obligaciones devengadas).

Finalmente, solo nos resta advertir que estas resoluciones que se dicten al amparo de los Acuerdos de las secciones civiles de la Audiencia Provincial de Asturias y de Cantabria son susceptibles de recurso de casación por tratarse de sentencia dictada por una Audiencia Provincial mediante la que se pone fin a la segunda instancia —artículo 477.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil— y adecuarse al caso previsto legalmente, ya que la resolución del recurso presenta interés casacional, permitiendo el apartado 3 del artículo 477 de la Ley de Enjuiciamiento



Civil en este caso interponer este recurso aunque la cuantía del pleito no alcance los seiscientos mil euros o este se haya tramitado en atención a la materia, en función de la existencia de otras sentencias de Audiencias Provinciales que sí acogen la acción de responsabilidad civil del folleto de emisión en este caso.

El motivo concreto de la casación que debe indicarse según exige el artículo 477.2.3.ª 3. de la Ley de Enjuiciamiento Civil es el de «*interés casacional*», ya que dicho precepto prevé expresamente lo siguiente:

«3.ª Cuando la cuantía del proceso no excediere de 600.000 euros o este se haya tramitado por razón de la materia, siempre que, en ambos casos, la resolución del recurso presente interés casacional».

«3. Se considerará que un recurso presenta interés casacional cuando la sentencia recurrida se oponga a doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo o resuelva puntos y cuestiones sobre los que exista jurisprudencia contradictoria de las Audiencias Provinciales o aplique normas que no lleven más de cinco años en vigor, siempre que, en este último caso, no existiese doctrina jurisprudencial del Tribunal Supremo relativa a normas anteriores de igual o similar contenido».

#### IV. BIBLIOGRAFÍA

GARCÍA PITA Y LASTRES. Donde dije digo... [La relación de causalidad en la responsabilidad civil de folleto o prospecto: Una exégesis del artículo 38 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores]. Newsletter E-Dictum, marzo de 2017.

GRIMALDOS GARCÍA. *La responsabilidad civil del folleto de emisión de valores negociables*. Tirant lo Blanch, 2001.

IRIBARREN BLANCO, Miguel: *Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas*, La Ley, 2008.

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ. *Ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto* (tesis doctoral), UAM, 2013.

#### V. ÍNDICE DE RESOLUCIONES CITADAS

- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 19 de diciembre de 2013 (asunto C-174/12, caso Alfred Hirrmann contra Immofinanz AG)
- Sentencia el Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 12 de septiembre de 2018 (asunto C-304/17, caso Löber)
- Sentencia del Tribunal Supremo de 4 de junio de 1980
- Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de enero de 1993
- Sentencia del Tribunal Supremo de 13 de febrero de 1999
- Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de noviembre de 1999
- Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de septiembre de 2006
- Sentencia de la Audiencia Provincial de León de 20 de septiembre de 2019
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 22 de octubre de 2019
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 19 de noviembre de 2019
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 9 de diciembre de 2019
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Zamora de 19 de diciembre de 2019
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava de 30 de diciembre de 2019
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 20 de enero de 2020

- Sentencia de la Audiencia Provincial de Cantabria de 26 de febrero de 2020
- Sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º 1 de Fuenlabrada de 7 de abril de 2015
- Sentencia del Juzgado de 1ª Instancia n.º 12 de A Coruña de 21 de febrero de 2020
- Sentencia n.º 57 del Juzgado de 1ª Instancia n.º 3 de Móstoles de 11 de marzo de 2020

## NOTAS

<sup>1</sup> Esta sentencia fue una de las primeras que se pronunció sobre la responsabilidad del folleto de emisión en el caso Bankia y tuvo un excelente acogimiento en la doctrina. Vid. el comentario sobre la misma de ALFARO ÁGUILA-REAL: <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2015/05/responsabilidad-por-folleto-en-la.html>

<sup>2</sup> En el Informe emitido por los Inspectores del Banco de España, Sres. Ruiz-Clavijo y Hernández Romeo, de 8 de abril de 2019, incorporado a las actuaciones seguidas en las Diligencias Previa 42/2017, del Juzgado de Instrucción n.º 4 de la Audiencia Nacional, y a los efectos propios de esta jurisdicción civil, independientemente de la finalidad, objeto y resultado que produzcan en el ámbito de aquella jurisdicción penal, de establecen tres conclusiones principales: 1) La resolución o liquidación del Banco se debió a tres episodios de fugas de depósitos durante el segundo trimestre de 2017, siendo el del 31 de mayo el de especial gravedad; 2) En cuanto al cumplimiento con la normativa contable: Las cuentas anuales que se reflejan en el folleto de la ampliación de capital, no respetaban determinados aspectos de la normativa contable, en especial la clasificación de las operaciones refinanciadas en dudoso, y 3) Sobre la documentación en la que se asentó la ampliación de capital: algunas de las hipótesis para llegar a las estimaciones contenidas en el folleto eran demasiado optimistas, en especial la evolución prevista de dudosos, lo que unido a la baja cobertura planificada para los adjudicados, invalidaba las estimaciones de cobertura, pérdidas y solvencia de este documento.

Resulta interesante el razonamiento que efectúa la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 14 de febrero de 2020 estimando la responsabilidad por folleto de emisión (Sección 13.ª) confirma que la fuga de depósitos no fue la causa final sino la lógica consecuencia del conocimiento de la situación real de la entidad, cuando afirma lo siguiente: *«Alude la parte demandada a que las causas se hallaban en la fuga masiva de depósitos por importe de 5.724 millones de euros, si bien debe entenderse que no fue la causa de la situación final, sino la consecuencia, a medida que se fue conociendo la situación real de esa entidad».*

<sup>3</sup> La Sra. HELGA LÖBER realizó una inversión en certificados en forma de bonos al portador emitidos por Barclays Bank Plc. Con el fin de adquirir dichos certificados, los importes correspondientes fueron transferidos desde su cuenta corriente bancaria (personal) en Viena, Austria, a dos cuentas de valores, una en Salzburgo y la otra en Graz. Desde estas cuentas de valores se efectuó, a continuación, el pago de los certificados en cuestión.

Posteriormente, los certificados perdieron su valor. La Sra. LÖBER estimó que su decisión de inversión había sido inducida por un folleto defectuoso (por engañoso) publicado en relación con los certificados. Interpuso una demanda contra Barclays Bank en la que reclamaba el pago de 34 459,06 euros más intereses y gastos. Dicha cantidad corresponde, en su opinión, a los daños que le ocasionó la inexactitud de la información facilitada por Barclays Bank mediante la publicación de un folleto defectuoso (por contener información engañosa).

Presentó su demanda ante un tribunal en Viena, el lugar de su domicilio. Allí también es donde posee su cuenta corriente bancaria, desde la que se realizó la primera transferencia para el pago de la inversión. No obstante, tanto el tribunal de primera como el de segunda instancia concluyeron que no eran competentes para conocer del asunto. El Oberster Gerichtshof (Tribunal Supremo de lo Civil y Penal, Austria) preguntó en su cuestión prejudicial al Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en esencia, cuál de las cuentas bancarias utilizadas, en su caso, es pertinente para determinar el órgano jurisdiccional competente para conocer del litigio.