

Banca y Mercado de Capitales

Adquisiciones en el mercado secundario, información privada

Sentencia del Tribunal Supremo,
Sala Primera, 380/2021, de 1 de junio:
sobre cómo puede un inversor confiar en el valor
oficial de cotización para establecer el alcance
de la indemnización sufrida por inexactitudes
del folleto de emisión.

ÁNGEL CARRASCO PERERA

Catedrático de Derecho Civil de la Universidad de Castilla-La Mancha
Consejero académico de Gómez-Acebo & Pombo

1. El deterioro del valor de mercado de Malus

El banco Malus emitió su oferta pública de suscripción y admisión a negociación de acciones (OPS) el 29 de junio del 2011 y sus acciones salieron a cotización en la bolsa el siguiente 20 de julio.

El 8 de diciembre del 2011 la Autoridad Bancaria Europea comunicó a través del Banco de España que las necesidades adicionales de capital de Malus eran de 1329 millones de euros sobre datos de septiembre del 2011, que debían ser cubiertos en junio del 2012. Malus presentó al Banco de España un plan de capitalización el 20 de enero del 2012.

El 4 de mayo del 2012 Malus remitió a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las cuentas anuales individuales y consolidadas del ejercicio 2011, en las que aparecía un beneficio de 309 millones de euros.

El 7 de mayo dimitió el entonces presidente del Consejo de Administración y dos días después la nueva dirección de Malus solicitó la intervención de la entidad por medio del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), que adquirió el 100 % de la matriz de Malus y el 45 % de Malus.

El 25 de mayo del 2012, Malus comunicó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la aprobación de unas nuevas cuentas

anuales del ejercicio 2011, esta vez auditadas, en las cuales se reflejaban unas pérdidas de 3031 millones de euros. Ese mismo día, la citada comisión suspendió la cotización de las acciones de Malus a petición de la propia entidad y ésta solicitó una inyección de 19 000 millones de euros para recapitalizar la matriz de Malus.

Por decisión del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria de 16 de abril del 2013, dentro del plan de reestructuración de Malus se acordaron diversas medidas de recapitalización y gestión de instrumentos híbridos y, entre ellas, se decidió que el 19 de abril del 2013 el valor nominal de las acciones de Malus se reduciría de dos euros a un céntimo, creándose acciones de Malus de un euro por cada cien acciones antiguas

2. Las adquisiciones de Listus en el mercado

En la oferta pública de suscripción y admisión a negociación de acciones del banco Malus, un minorista, Listus, adquiere (el 30 de junio del 2011) un paquete de acciones al precio de cotización de salida. Acontecimientos que se precipitan a partir de ese momento hacen dudar de que las cuentas aprobadas por Malus y el folleto de emisión contengan información verdadera sobre el estado de Malus. Las acciones de Malus bajan discretamente en el mercado, que ha absorbido esta información latente negativa. Listus compra en el mercado secundario (el 23 de mayo del 2012) otro paquete mayor que el adquirido en la mencionada oferta pública.

El 23 de mayo del 2012, Malus reformula sus cuentas anuales, de las que resulta que la entidad se encuentra en estado de insolvencia si no interviene el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria. El 30 mayo 2012, Listus

vende su primer y segundo paquete de acciones, con significativas pérdidas.

Todas estas operaciones tienen lugar en los doce meses en los que de acuerdo con la normativa entonces existente está en vigor la vigencia del folleto. Más tarde, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria determinaría que el valor de las acciones de Malus era apenas superior a cero.

3. La disputa

Malus está dispuesto a satisfacer una indemnización equivalente a la diferencia entre el valor de mercado real a la fecha de la oferta pública de suscripción y admisión a negociación de acciones y el precio del primer paquete adquirido en ella. Pero no está dispuesto a indemnizar la pérdida del segundo paquete.

4. La Audiencia

La Audiencia da la razón a Malus: no existía relación de causalidad entre la compra del 20 mayo del 2012 y el daño sufrido porque en ese momento ya era consciente Listus de los problemas de valoración de Malus:

- Tanto si acudimos al artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores, según la información del folleto, extendiéndola a la compra de acciones en el mercado secundario como al 35 ter de la misma ley y aunque nos encontramos ante el supuesto fáctico previsto, dado que es indiscutible la falsa información facilitada tanto en el folleto como posteriormente, en el ámbito de la responsabilidad extracontractual se constata la falta del requisito del nexo de causalidad entre la información facilitada por Malus y

el perjuicio sufrido por la demandante, como se expuso en el recurso. Pues, al igual que concluyó la Sección Novena de esta Audiencia Provincial en la Sentencia número 370/2017, de 8 de junio, para una compra también efectuada en el mercado secundario el 23 de mayo del 2012, las circunstancias concurrentes a esa fecha permiten constatar la ruptura causal —«se rompe el nexo o la relación de causalidad entre los daños y perjuicios y la información falseada en fecha de 23 de mayo del 2012, dos días antes de la reformulación de las cuentas anuales»—, pues son datos notorios: la información pública sobre los problemas de solvencia y financieros de la entidad, que llevaron a ésta a solicitar la intervención del Banco de España, ya el 21 de noviembre del 2011, con intervención del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria el 9 de mayo del 2012, a lo que se suma la caída del valor de cotización de las acciones Malus, con su definitivo desplome el 25 de mayo del 2012 por la reformulación de las cuentas anuales. Con estos antecedentes no escapa a la Sala que en la fecha de la compra ya eran conocidos los problemas financieros de Malus y no es ajeno que sólo dos días después se reformulasen las cuentas, noticias que desligan el perjuicio de la información dada por Malus.

5. Precisiones iniciales del Tribunal Supremo

Antes de entrar a considerar el núcleo de la discrepancia, el Tribunal Supremo hace una serie de declaraciones generales significativas sobre la responsabilidad derivada de la emisión del folleto en las ofertas de valores negociables:

— *Prejudicialidad penal*

La Sentencia de la Sala de lo Penal de la Audiencia Nacional, de 29 de septiembre del 2020, de la que resultaría que la información del folleto de Malus era «real y suficiente» no produce cosa juzgada a efectos civiles. Se trata de una sentencia penal absolutoria, que no declara la inexistencia del hecho o hechos enjuiciados, por lo que no produce efectos de cosa juzgada vinculante en un proceso civil.

— *Responsabilidad derivada del folleto*

En este régimen especial de responsabilidad civil, la responsabilidad nace del incumplimiento de las obligaciones de información recogidas en el régimen normativo del folleto, fundamentalmente las relativas a la situación económica y financiera del emisor, así como a sus previsiones de futuro, que tienen como fin inmediato que el inversor, en especial el inversor minorista, pueda formarse un juicio fundado sobre la inversión.

— *Responsabilidad en el mercado secundario*

La responsabilidad por folleto obliga igualmente frente a adquirentes en el mercado secundario. El artículo 36 del Reglamento, que desarrolla el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores, sólo exige que «hayan adquirido [los valores objeto de oferta pública] de buena fe» y lo hayan hecho «durante su periodo de vigencia [del folleto]», esto es, en los doce meses siguientes a la aprobación del folleto.

- *No es precisa la confianza del inversor en el folleto*

No es necesaria una prueba de que la decisión de adquirir acciones de Malus se derive directamente de la lectura del folleto. En línea con lo que declaramos en las sentencias 23/2016 y 24/2016, de 3 de febrero, el nexo de causalidad entre el folleto y la decisión de adquirir los valores de la sociedad que realiza la oferta pública durante los doce meses siguientes a su aprobación, aunque no exista prueba de que el inversor que exige la responsabilidad haya leído el folleto, deriva de que el folleto permite una «diseminación» de la información en él contenida, lo cual produce la disposición a invertir. Ello resulta evidente en el caso del inversor que no tiene otra información que la contenida en el folleto, como es el caso del inversor minorista.

La información contenida en el folleto, hecha pública y conocida por quienes crean opinión en el mercado de los valores, se reflejará en el precio de los valores, que será el indicador para el inversor sobre el valor de éstos, sin que sea necesario que haya basado su decisión directamente en la lectura del folleto. Su decisión se basa en considerar la inversión acorde a sus intereses porque el precio refleja la valoración de la acción de acuerdo con la información del folleto.

6. La relación de causalidad

El Tribunal Supremo anula la decisión de la Audiencia y entiende que sí hay relación de causalidad porque se trata de una decisión económica tomada por Listus antes

de hacerse pública la reformulación de las cuentas de Malus, que es el único momento relevante:

- El sistema de información regulado en la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre del 2003, del folleto, y en la normativa nacional que la transpone, facilita la entrada de los valores emitidos por las sociedades al mercado de valores y evita que con las primeras informaciones sobre dificultades económicas del emisor, los inversores se apresuren a vender. Por tanto, esas dificultades económicas conocidas entre la publicación del folleto y la reformulación de las cuentas que hizo aflorar las graves inexactitudes del folleto, sólo determinaron un empeoramiento de las expectativas de los inversores respecto de la situación reflejada en la información del folleto, cuyo contenido, hasta ese momento, no se había revelado falso o incompleto. Ese empeoramiento se reflejó en una bajada moderada del precio de las acciones respecto del determinado inicialmente por la información del folleto, pero no rompió la relación de causalidad entre el folleto defectuoso y el daño que se produjo cuando se derrumbaron las cotizaciones al conocerse los defectos del folleto.
- Por tanto, lo único que provoca el conocimiento de esas dificultades de Malus antes de que la parte demandante comprara la mayor parte de sus acciones es que el daño —y, por tanto, la indemnización— será menor, puesto que, cuando adquirió los valores en el mercado secundario, éstos ya habían bajado de precio por el conocimiento de esas dificultades económicas que, en aquel

momento, había que suponer sobrevenidas a la publicación del folleto, pero que luego se revelaron causadas fundamentalmente porque la información contenida en el folleto contenía falsedades u omisiones relevantes.

7. Comentario

La cuestión es ésta: de acuerdo con la conocida *fraud in the market rule*, el inversor tiene derecho a una indemnización —correspondiente a la diferencia entre el precio real y el precio de mercado—. Dado que los mercados financieros son perfectos o casi perfectos, el valor de cotización incorpora toda la información disponible en el momento. Malus había ocultado información relevante que, de haber sido suministrada, habría sido absorbida por la bolsa, determinando el verdadero valor de la oferta pública de suscripción y admisión a negociación de acciones. Listus no tendría que probar *reliance* en el folleto de emisión; ni siquiera es preciso que lo leyera. Este daño tuvo lugar, aunque con distinto importe, tanto en la primera como en la segunda compra. En ambos casos, el valor que tendría la acción, de haber incorporado toda la información existente y «retenida» por Malus, era inferior al precio pagado. En eso reside el daño. Exigir *reliance* del inversor equivale a socavar la liquidez directa e indirecta (indemnización) precisa en los mercados cotizados de valores.

Pero el detalle es que, de los hechos probados, resulta que Listus, como tantos otros

inversores no ocasionales, conoció de la naturaleza del problema antes de que se hicieran públicas las informaciones relevantes mediante reformulación de las cuentas. Presuponiendo su racionalidad económica, compró a la baja para posteriormente —Listus se imaginaba que más tarde cesaría el ruido mediático y subirían de nuevo las acciones— poder revender con provecho. Especuló. Y perdió. Con todo, conforme a la *fraud in the market rule*, Listus tenía un interés legítimo en poder confiar en la cotización oficial de la acción a 23 de mayo del 2012. No tenía por qué suponer, por mucho que estuviera especulando, que, dado lo que ocurrió el 22 de junio del 2011, tampoco el mercado estuviera reflejando el 23 de mayo del 2012 el precio real de la acción. No tenía ninguna carga de sospechar del mercado, aunque bien hubiera podido sospechar del mercado.

La solución del Tribunal Supremo es correcta. Es la única que parece alineada con la necesidad de proteger la fortaleza y confiabilidad de los precios que se forman mediante la negociación en los mercados de valores. Si fuera posible otra cosa, no habría confianza en el mercado bursátil y todo el mundo podría reargüir contra todo el mundo que cada cual tenía una información privada que ha de prevalecer frente a la información pública. No hay precios «reales» fuera del valor de cotización; por eso tampoco hay daños «reales» menores que la diferencia entre precio de compra y precio más alto de cotización.