

**EL FOLLETO en las OFERTAS  
PÚBLICAS de VENTA de  
VALORES NEGOCIABLES  
(OPV) y RESPONSABILIDAD  
CIVIL: Ley Aplicable**

Sara Sánchez Fernández



LA LEY

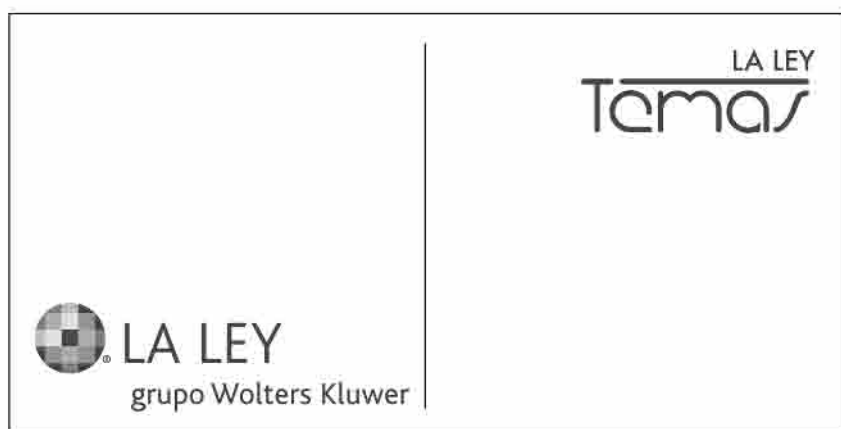
grupo Wolters Kluwer

LA LEY  
Temas



# **EL FOLLETO en las OFERTAS PÚBLICAS de VENTA de VALORES NEGOCIABLES (OPV) y RESPONSABILIDAD CIVIL: Ley Aplicable**

Sara Sánchez Fernández



## **CONSEJO DE REDACCIÓN**

Pedro GONZÁLEZ-TREVIJANO (*Presidente*)

José María ASENSIO MELLADO

Julio BANACLOCHE PALAO

Pilar BLANCO-MORALES LIMONES

Antonio CAYÓN GALIARDO

Guillermo GUERRA MARTÍN

Eugenio LLAMAS POMBO

Manuel LÓPEZ PARDIÑAS

Blanca LOZANO CUTANDA

José Luis MARTÍNEZ LÓPEZ-MUÑIZ

Francisco PÉREZ DE LOS COBOS ORIHUEL

Jesús-María SILVA SÁNCHEZ

Enrique ARNALDO ALCUBILLA (*Secretario*)

# **EL FOLLETO EN LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES NEGOCIABLES (OPV) Y RESPONSABILIDAD CIVIL: LEY APLICABLE**

Sara SÁNCHEZ FERNÁNDEZ  
Universidad Autónoma de Madrid

Gráficos realizados por: Carmen Sánchez-Blanco Palomera

© Sara Sánchez Fernández, 2015

© Wolters Kluwer España, S.A., 2015

Edita: LA LEY

Edificio La Ley

C/ Collado Mediano, 9

28231 – Las Rozas (Madrid)

Tel.: 902 42 00 10 – Fax: 902 42 00 12

<http://www.laley.es>

1.ª edición: mayo 2015

ISBN: 978-84-9020-418-4

Depósito Legal: M-13915-2015

Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, Wolters Kluwer España, S.A., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de Wolters Kluwer España, S.A., es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

Diseño, Preimpresión e Impresión Wolters Kluwer España, S.A.

*Printed in Spain*

### 3.5.3. La responsabilidad de los administradores

**69.** Según señalábamos, el oferente tiene la obligación de elaborar un folleto que ha de ser aprobado y publicado antes de lanzar una oferta pública. Este sujeto en la mayor parte de los casos coincidirá con el emisor y, por tanto, se tratará de una persona jurídica, en la mayoría de los casos una sociedad anónima, y como tal actuará a través de su órgano de administración. Los administradores, como representantes orgánicos de la sociedad, son los encargados de cumplir con las obligaciones de esta en materia de folletos, de las que en principio quien responde es, por consiguiente, la propia sociedad. Esto conllevaría que, en su caso, únicamente la sociedad respondiera del contenido del folleto. Sin embargo, tradicionalmente se ha entendido que en los supuestos de responsabilidad del folleto debían responder, junto con el oferente, sus administradores. Ello se ha justificado por la necesidad de protección de los inversores. Según hemos señalado, en el supuesto típico de responsabilidad derivada del folleto, al saberse de las dificultades económicas del emisor, de las que el folleto no daba cuenta, los valores adquiridos sobre su base se deprecian y se causa el daño a los inversores. Difícilmente podría el inversor lograr una compensación si el sujeto responsable fuese precisamente el emisor en dificultades económicas, si no directamente insolvente. Por ello, en algunos ordenamientos de nuestro entorno se había establecido adicionalmente la responsabilidad de los administradores.

**70.** Con la introducción en nuestro ordenamiento de la normativa especial, la legitimación pasiva de los administradores ha quedado consagrada en el artículo 33.1 b) del RD 1310/2005. En la medida en la que en este se establece expresamente que los administradores responden junto con la sociedad, se les está atribuyendo personalmente un deber de cuidado, *i.e.* se les está colocando en estos supuestos precisos en posición de garantes de las actuaciones de la sociedad. Y ello se hace, según hemos señalado ya, en atención a las especiales necesidades de protección de los inversores en estos casos.

**71.** Esta normativa especial establece que los administradores del oferente responden por el folleto de conformidad con la legislación mercantil aplicable. Habida cuenta de que el oferente en la gran mayoría de casos es, como decíamos, una sociedad anónima, la normativa a la que se remite es la LSC. En particular, según ha puesto de relieve la doctrina, a la denominada acción individual de responsabilidad del artículo 241 LSC. De acuerdo

con esta, los administradores responden frente a socios y terceros por los actos realizados en el ejercicio de sus funciones que lesionen directamente sus intereses<sup>(207)</sup>. Esta remisión, por la que no se ha optado en relación con ningún otro de los posibles responsables, no está exenta de problemas, por cuanto que se hace a un artículo que es, a su vez, una norma de remisión<sup>(208)</sup>. En efecto, el artículo 241 LSC es una norma declarativa, cuya función es la de aclarar que los administradores, siempre que concurren las condiciones que otras normas establezcan, responden frente a socios y terceros. De esta forma, la reclamación deberá apoyarse en una norma en particular que fundamente que en ese caso los administradores han de responder<sup>(209)</sup>, sin que esté justificado acudir al régimen jurídico de la acción social<sup>(210)</sup>. Si aceptamos esta interpretación de la acción individual, la remisión que opera el artículo 33.1 b) del RD 1310/2005 es una remisión «de ida y vuelta». La acción individual nos confirma que, habida cuenta de que existe una norma que fundamente la responsabilidad de los administradores —el artículo 33 del RD 1301/2005— estos responderán frente a los socios y terceros —los inversores que hayan adquirido sobre la base de

---

(207) *Vid. inter alia* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 453; ESTEBAN VELASCO, G., «Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros: acción individual y acción por no promoción o remoción de la disolución», *RDS*, núm. 5, 1995, pp. 47-78, p. 60; GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 207-208; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 533.

(208) *Vid.* ALFARO ÁGUILA-REAL, J., «La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales», *RDS*, núm. 18, 2002, pp. 45-76.

(209) Por lo tanto, el incumplimiento de los deberes como administrador, *i.e.* los deberes de desempeñar el cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal, *ex art.* 225 LSC, es irrelevante en estos casos. Como señala, ALFARO ÁGUILA-REAL, J., «La llamada acción individual...», *cit.*, p. 59, estos deberes les son exigibles a los administradores solamente frente a la sociedad. Si responden frente a terceros es porque se les ha impuesto un deber de cuidado frente a ellos. Nótese, no obstante, que el autor no cuenta entre uno de tales supuestos la responsabilidad derivada del folleto, si bien es cierto que en aquel momento aún no existía un régimen de responsabilidad *ad hoc* que estableciera expresamente la responsabilidad de los administradores.

(210) *Vid.* ALFARO ÁGUILA-REAL, J., «La llamada acción individual...», *cit.*, pp. 48-53. Somos de esta opinión aunque el tenor literal de la disposición haya variado con la LSC. El antiguo art. 135 LSA añadía a la dicción actual: «no obstante los artículos precedentes», lo que sirvió como argumentos —entre otros— a la doctrina para entender que ninguna de las disposiciones relativas a la acción social eran de aplicación a la acción individual, que necesitaba así de otras normas que fundamentaran en su caso una reclamación. De acuerdo con el art. 241 LSC «quedan a salvo las acciones de indemnización que puedan corresponder a los socios y a los terceros », que creemos que se puede interpretar en el mismo sentido.



un folleto válido—. El régimen jurídico de la acción va a ser, así, el régimen de responsabilidad especial establecido en el RD 1310/2005<sup>(211)</sup>.

**72.** Como decíamos, en la medida en la que se incluye a los administradores entre los sujetos con legitimación pasiva, se les está atribuyendo un deber de cuidado que hay que entender que se concreta en el caso del folleto a través de la obligación de realizar las comprobaciones pertinentes para asegurarse de que el folleto es veraz y completo<sup>(212)</sup>. Naturalmente, la diligencia que es exigible en la realización de estas comprobaciones es la de un ordenado empresario, *i.e.* una diligencia profesional<sup>(213)</sup>. Cuando se infrinja este deber de cuidado, omitiendo las comprobaciones pertinentes, y como consecuencia de ello los inversores sufran un daño, estos podrán ejercitar frente a los administradores la acción correspondiente. En aplicación de la legislación especial a la que ya hemos hecho referencia, la culpa se presume. Así, son los administradores los que han de probar que fueron diligentes, con la dificultad que esto entraña en un ámbito en el que el estándar que les es exigible es muy elevado.

**73.** La doctrina que se ha ocupado de la acción individual de responsabilidad en relación con las informaciones contenidas en el folleto coincide

---

(211) No obstante, la Ley 31/2014, de 3 de diciembre de 2014, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, introduce un nuevo artículo 241 bis en la Ley de Sociedades de Capital que establece un plazo de prescripción común para la acción social y la acción individual de 4 años. Se trata, por tanto, de un plazo superior al del régimen especial de responsabilidad derivado del folleto. *Vid.* infra núm. 89. En este punto, en que existe un régimen específico para la acción individual, puede interpretarse que este resulta de aplicación, y no el plazo inferior establecido en el régimen de la responsabilidad derivada del folleto.

(212) Quizás uno de los puntos donde el control que han de realizar los administradores es más importante es en relación con las previsiones de futuro que se hayan realizado en el folleto, *i.e.* la denominada *soft information*. El motivo es que muchas de las reclamaciones que se han producido en otras jurisdicciones, pues ya sabemos que en España no existe jurisprudencia al respecto, tienen como fundamento este tipo de informaciones. En concreto, la doctrina ha manifestado que los administradores deben en estos supuestos realizar una valoración prudente de las circunstancias sobre las que se realizan las proyecciones de futuro y valorar los hechos que podrían frustrar esta. De ahí que, en la práctica, antes de enviar los folletos a la CNMV para su aprobación, se introduzca un número elevado de *disclaimers* o de advertencias en relación con estas cuestiones. *Vid. inter alia* VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 415-416.

(213) *Vid.* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, p. 227.

en señalar que tiene naturaleza extracontractual<sup>(214)</sup>. El que la información esté puesta a disposición del público en la fase previa a la celebración del contrato entre inversores y sociedad parece que es el argumento que sostiene la afirmación. En todo caso, tras la aparición de un régimen especial de responsabilidad civil, cuyas previsiones se aplicarán con preferencia a las generales de responsabilidad extracontractual de Derecho común, el debate ha perdido relevancia.

#### 3.5.4. La responsabilidad de la entidad directora

**74.** Cuando una entidad directora haya participado en una OPV, se establece que «con relación a la primera admisión a negociación de las acciones del emisor que hayan sido previamente objeto de una oferta pública de venta y el folleto deba ser aprobado por la CNMV, aquella deberá llevar a cabo las comprobaciones que, razonablemente, según criterios de mercado comúnmente aceptados, sean necesarias para contrastar que la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable»<sup>(215)</sup>. De una primera lectura de la disposición podría extraerse la conclusión de que se establece una obligación general de la entidad directora de hacer las comprobaciones que sean razonablemente necesarias para contrastar que la información contenida en el folleto no es falsa ni incompleta, de cuyo incumplimiento se derivaría el daño y la responsabilidad frente a los inversores. Esta conclusión es coherente con los planteamientos en Derecho comparado en que las entidades colocadoras generalmente forman parte del círculo de sujetos con legitimación pasiva, cosa que como ya señalamos no ocurre con carácter general en Derecho español<sup>(216)</sup>. La lógica de tal inclusión radica en la necesidad de fortalecer determinados objetivos legislativos, en este caso la protección de los mercados y en último término la protección del inversor, para lo cual se impone responsabilidad a un tercero con el fin de prevenir un comportamiento

---

(214) Vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 455; GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., p. 215; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 534.

(215) Art. 35.2 del RD 1310/2005.

(216) Vid. *supra* núms. 57 y 58 y nota núm. 192 y 193.



Una sociedad española, con valores admitidos a negociación en los mercados españoles y de otros Estados miembros, atraviesa dificultades económicas y decide lanzar una oferta pública de venta de valores negociables (OPV) en esos países para obtener financiación. Para ello, elabora el preceptivo folleto informativo de forma previa al lanzamiento de la oferta, lo somete a aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y lo publica. La sociedad emisora, consciente de las dificultades que tendrá para captar ahorro de saberse las dificultades que atraviesa, falsea en el folleto la imagen sobre su situación financiera. Se lanza la oferta en aquellos países e inversores tanto españoles como de terceros países adquieren los valores sobre la base de ese folleto engañoso. Pasado un tiempo, se sabe de la verdadera situación de la sociedad emisora y el precio de cotización de los valores se hunde. Como consecuencia de ello, los inversores padecen un daño patrimonial. Estos solicitan la indemnización de los daños sufridos frente al emisor y a los otros sujetos que participan en la operación.

Este es el supuesto tipo que se estudia en el presente trabajo: aquel en el que surge la responsabilidad civil derivada del folleto en OPV transfronterizas y en el que se plantea cuál es la ley aplicable a esta.

La obra consta de dos partes. En la primera parte se analiza el régimen sustantivo de las OPV desde la perspectiva contractual y del Derecho del mercado de valores. Para ello se presenta una "radiografía" de la operativa de las OPV en la que se individualizan los sujetos participantes y las relaciones entre ellos. A continuación se analiza las OPV desde el punto de vista de la disciplina del mercado de valores, tanto de conformidad con sus normas regulatorias, el denominado régimen del folleto, como de conformidad con las normas jurídico-privadas asociadas a su incumplimiento, en especial la responsabilidad civil derivada del folleto.

La Segunda Parte está dedicada a los problemas de ley aplicable que se plantean en las OPV transfronterizas. Tras definir el modelo normativo en la determinación de la ley aplicable y abordar los problemas de interpretación y calificación que se plantean, se examinan las posibles soluciones a las que se puede llegar en aplicación del Reglamento "Roma II" para la determinación del daño relevante, institucional o puramente financiero, y la localización de este.

Se trata de la primera monografía en la doctrina internacional privatista española sobre los aspectos internacionales de la responsabilidad civil en los mercados de valores y de una obra dirigida tanto a académicos como a otros profesionales del Derecho.