



# Recopilación de la Jurisprudencia

CONCLUSIONES DEL ABOGADO GENERAL  
SR. JEAN RICHARD DE LA TOUR  
presentadas el 11 de febrero de 2021<sup>1</sup>

## Asunto C-910/19

**Bankia, S. A.,**  
**contra**  
**Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)**

(Petición de decisión prejudicial planteada por el Tribunal Supremo)

«Procedimiento prejudicial — Directiva 2003/71/CE — Sociedades — Obligación de publicar un folleto en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores — Inversores cualificados y no cualificados — Responsabilidad civil frente a los inversores cualificados en caso de folleto inexacto o incompleto»

### I. Introducción

1. La petición de decisión prejudicial tiene por objeto la interpretación de los artículos 3, apartado 2, y 6 de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.<sup>2</sup>
2. Esta petición se ha presentado en el marco de un litigio entre Bankia, S. A., y la Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS), entidad aseguradora en régimen mutualista que adquirió acciones de la primera mediando un folleto con graves inexactitudes.
3. Este asunto brinda al Tribunal de Justicia la ocasión de interpretar las disposiciones de la Directiva 2003/71, que estableció un folleto que puede utilizarse como pasaporte único para todos los mercados, en el territorio de la Unión, de los valores emitidos por un emisor. Si bien esta Directiva armonizó ampliamente el contenido de este folleto, dejó margen de maniobra, por una parte, a los Estados miembros para elegir el sistema y las condiciones según las cuales puede generarse la responsabilidad civil, en particular, de los emisores o de los oferentes en cuanto al contenido de la información de los folletos y, por otra parte, a los emisores que, aunque en determinados supuestos no están obligados a publicar tal folleto, en particular cuando la oferta de suscripción solo se dirige a inversores cualificados, pueden, no obstante, hacerlo voluntariamente.
4. Así, las cuestiones del Tribunal Supremo tienen por objeto dilucidar, en primer lugar, si un folleto inexacto puede servir de fundamento a una acción de responsabilidad civil ejercitada por un inversor cualificado y, en segundo lugar, si la prueba del conocimiento de la situación real del emisor por parte del inversor cualificado puede deducirse de la existencia de relaciones mercantiles o jurídicas entre ellos (formar parte de su accionariado, de los órganos de dirección, etc.).

<sup>1</sup> Lengua original: francés.

<sup>2</sup> DO 2003, L 345, p. 64.

5. Propondré al Tribunal de Justicia que responda a la primera cuestión prejudicial que un folleto cuyo contenido es inexacto siempre puede servir de fundamento a una acción de responsabilidad civil ejercitada por un inversor cualificado y, a la segunda, que la apreciación, a efectos de generar la responsabilidad civil, en particular, del emisor o del oferente, del grado de conocimiento por parte de los inversores cualificados de la situación económica de aquellos se rige por el Derecho nacional, siempre que se respeten los principios de efectividad y de equivalencia.

## II. Marco jurídico

### A. Directiva 2003/71

6. Los considerandos 10, 16, 18, 19 y 27 de la Directiva 2003/71 tienen el siguiente tenor:

«(10) El objetivo de la presente Directiva y de sus normas de desarrollo es garantizar la protección del inversor y la eficiencia del mercado, de acuerdo con las normas reglamentarias de alto nivel adoptadas en los foros internacionales pertinentes.

[...]

(16) Uno de los objetivos de la presente Directiva es la protección de los inversores, por lo que conviene tener en cuenta los diversos requisitos de protección de las distintas categorías de inversores y su nivel de experiencia. La información proporcionada por el folleto no se requiere para las ofertas limitadas a los inversores cualificados. Por el contrario, cualquier reventa o negociación pública a través de la admisión a cotización en un mercado regulado requiere la publicación de un folleto.

[...]

(18) La aportación de información completa referente a valores y emisores de tales valores promueve, junto con las normas de conducta, la protección de los inversores. Además, tal información es un medio eficaz para aumentar la confianza en los valores mobiliarios y contribuye por lo tanto al funcionamiento y desarrollo apropiados de los mercados de valores. La forma apropiada de proporcionar esta información es la publicación de un folleto.

(19) La inversión en valores, como cualquier otra forma de inversión, conlleva un riesgo. En todos los Estados miembros se requieren salvaguardias de protección de los intereses de los inversores reales y posibles para que estén capacitados para poder evaluar con la información suficiente esos riesgos y tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa.

[...]

(27) Se debe proteger a los inversores mediante la garantía de la publicación de una información fiable. Los emisores cuyos valores han sido admitidos a cotización en un mercado regulado están sujetos a una obligación de información continua, pero no a publicar regularmente información actualizada. Además de esta obligación, los emisores deben elaborar anualmente una lista de toda la información pertinente publicada o puesta a disposición del público durante los últimos 12 meses, incluyendo la información proporcionada con arreglo a los distintos requisitos relativos a los informes que establece el resto de la legislación [de la Unión]. Esto debe permitir que se asegure la publicación periódica de información coherente y fácilmente comprensible. Para evitar una carga excesiva para ciertos emisores, no debe exigirse este requisito a los emisores de valores no participativos de elevada denominación mínima.»

7. El artículo 2 de la Directiva 2003/71 dispone que:

«1. A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

[...]

- d) oferta pública de valores: una comunicación a personas de cualquier forma y por cualquier medio, que presente la información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofertan de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores. Esta definición también será aplicable a la colocación de valores a través de intermediarios financieros;
- e) inversores cualificados:
  - i) personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, empresas de seguros, organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, distribuidores autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad corporativa sea invertir en valores,
  - ii) gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, instituciones internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares,
  - iii) otras personas jurídicas que no cumplan dos de los tres criterios establecidos en la letra f),
  - iv) a reserva de reconocimiento mutuo, un Estado miembro podrá escoger autorizar a determinadas personas físicas que residan en el Estado miembro y que soliciten expresamente ser consideradas inversores cualificados si dichas personas cumplen por lo menos dos de los criterios indicados en el apartado 2,
  - v) a reserva de reconocimiento mutuo, un Estado miembro podrá escoger autorizar a determinadas pequeñas y medianas empresas que tienen su domicilio social en el Estado miembro y que soliciten expresamente ser consideradas inversores cualificados;
- f) pequeña y mediana empresa: las empresas que, según sus últimas cuentas anuales o consolidadas, cumplen por lo menos dos de los siguientes tres criterios: un número medio de empleados inferior a 250 a lo largo del ejercicio, un balance total que no supere los 43 millones de euros y un volumen de negocios neto anual no superior a 50 millones de euros;
- g) entidad de crédito: la empresa tal como se define en la letra a) del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio <sup>[3]</sup>;
- h) emisor: toda persona jurídica que emita o se proponga emitir cualquier valor;
- i) persona que hace una oferta (oferente): persona física o jurídica que oferta valores al público;

[...]

3 DO 2000, L 126, p. 1.

2. A los efectos del inciso iv) de la letra e) del apartado 1, se aplicarán los siguientes criterios:

- a) que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;
- b) que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500 000 euros;
- c) que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos sobre la inversión de valores.

[...]»

8. El artículo 3 de la Directiva 2003/71 prevé lo siguiente:

«1. Los Estados miembros no autorizarán ninguna oferta de valores al público dentro de su territorio sin publicación previa de un folleto.

2. La obligación de publicar un folleto no será de aplicación a ninguno de los siguientes tipos de oferta:

- a) una oferta de valores dirigida solamente a inversores cualificados [...]

[...]

3. Los Estados miembros se asegurarán de que, para toda admisión de valores a cotización en un mercado regulado situado o que opere en su territorio, se difunda públicamente un folleto.»

9. El artículo 4 de esta Directiva establece excepciones a la obligación de publicar un folleto para determinadas categorías de valores.

10. A tenor del artículo 5 de dicha Directiva:

«1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 8, el folleto contendrá toda la información que, según el carácter particular del emisor y de los valores ofertados al público o admitidos a cotización en un mercado regulado, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y de todo garante y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará en forma fácilmente analizable y comprensible.

2. El folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser ofertados al público o que vayan a ser admitidos a cotización en un mercado regulado. También incluirá una nota de síntesis. Esta nota de síntesis será escueta y, en un lenguaje no técnico, reflejará las características y los riesgos esenciales asociados con el emisor, los posibles garantes y los valores, en la lengua en que se haya redactado originalmente el folleto. Asimismo, dicha nota de síntesis contendrá una advertencia de que:

- a) debe leerse como introducción al folleto, y
- b) toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto, y

- c) cuando una demanda sobre la información contenida en un folleto se presente ante un tribunal, el inversor demandante podría, en virtud del Derecho nacional de los Estados miembros, tener que soportar los gastos de la traducción del folleto antes de que dé comienzo el procedimiento judicial, y
- d) no se exige responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente en base a la nota de síntesis, incluida cualquier traducción de la misma, a no ser que dicha nota de síntesis sea engañosa, inexacta o incoherente en relación con las demás partes del folleto.

[...]»

11. El artículo 6 de la Directiva 2003/71 dispone que:

«1. Los Estados miembros se asegurarán de que la responsabilidad de la información que figura en un folleto recaiga al menos en los emisores o sus organismos administrativos, de gestión o supervisión, en el oferente, en la persona que solicita la admisión a cotización en un mercado regulado o en el garante, según el caso. Las personas responsables del folleto estarán claramente identificadas con su nombre y cargo o, en el caso de las personas jurídicas, los nombres y el domicilio social, así como por una certificación hecha por ellas según la cual, a su entender, los datos del folleto son conformes a la realidad y no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance.

2. Los Estados miembros se asegurarán de que sus disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad civil se aplican a las personas responsables de la información contenida en el folleto.

[...]»

### ***B. Derecho español***

12. El artículo 28 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores,<sup>4</sup> en su versión aplicable al litigio principal, establece que:

«1. La responsabilidad de la información que figura en el folleto deberá recaer, al menos, sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores, de acuerdo con las condiciones que se establezcan reglamentariamente.

Asimismo, la responsabilidad indicada en el párrafo anterior recaerá en el garante de los valores en relación con la información que ha de elaborar. También será responsable la entidad directora respecto de las labores de comprobación que realice en los términos que reglamentariamente se establezcan.

Serán también responsables, en las condiciones que se fijen reglamentariamente, aquellas otras personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto, siempre que así conste en dicho documento y aquellas otras no incluidas entre las anteriores que hayan autorizado el contenido del folleto.

2. Las personas responsables de la información que figura en el folleto estarán claramente identificadas en el folleto con su nombre y cargo o, en el caso de personas jurídicas, con su denominación y domicilio social. Asimismo, deberán declarar que, a su entender, los datos del folleto son conformes a la realidad y no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance.

<sup>4</sup> BOE n.º 181, de 29 de julio de 1988, p. 23405.

3. 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.

La acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto.

4. No se podrá exigir ninguna responsabilidad a las personas mencionadas en los apartados anteriores sobre la base del resumen o sobre su traducción, a menos que sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto, o no aporte, leído junto con las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores.»

### **III. Hechos del litigio principal y cuestiones prejudiciales**

13. En el año 2011, Bankia realizó una oferta pública de suscripción de acciones para su salida a bolsa que comprendía dos tramos: un primer tramo dirigido a inversores minoristas, empleados y administradores, y un segundo tramo, denominado «tramo institucional», reservado para inversores cualificados.

14. A partir del 29 de junio de 2011, fecha del registro del folleto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se ofrecieron a los inversores ambos tramos. A partir de esta fecha, y hasta el 18 de julio de 2011, tuvo lugar el llamado «período de prospección de la demanda», en el que los potenciales inversores cualificados podían formular propuestas de suscripción.

15. El 18 de julio de 2011, el precio de las acciones quedó fijado en 3,75 euros para ambos tramos de la oferta pública.

16. En el marco de la oferta de suscripción, Bankia contactó con la UMAS, entidad dedicada a la actividad aseguradora en régimen mutualista, considerada, en consecuencia, como un inversor cualificado. El 5 de julio de 2011, la UMAS suscribió una orden de compra de 160 000 acciones por 600 000 euros, a razón de 3,75 euros cada acción.

17. Como consecuencia de una reformulación de las cuentas anuales de Bankia, las acciones perdieron casi todo su valor en el mercado secundario y se suspendió su cotización.

18. En procedimientos anteriores, seguidos a instancia de inversores minoristas, el Tribunal Supremo ha declarado que el folleto publicado por Bankia contenía graves inexactitudes en cuanto a la verdadera situación financiera de la entidad emisora.

19. La UMAS interpuso una demanda contra Bankia, en la que solicitó, con carácter principal, la nulidad por error en el consentimiento en la compra de las acciones y, con carácter subsidiario, que se declarase la responsabilidad de Bankia por falta de veracidad en el folleto de la emisión. La sentencia de primera instancia declaró la nulidad de la adquisición de acciones por existir un error que viciaba el consentimiento y ordenó la restitución de las cantidades abonadas.

20. Bankia interpuso recurso de apelación ante la Audiencia Provincial. Esta última desestimó la acción de nulidad, pero estimó la acción de responsabilidad interpuesta contra Bankia por el folleto inexacto.

21. Bankia interpuso recurso de casación contra dicha sentencia ante el órgano jurisdiccional remitente. Este consideró que ni la Directiva 2003/71 ni el Derecho español prevén expresamente la posibilidad de que los inversores cualificados exijan la responsabilidad del emisor por un folleto inexacto cuando la oferta pública de suscripción es mixta, es decir, va dirigida tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados. El órgano jurisdiccional remitente subraya, a este respecto, que el artículo 3, apartado 2, de esta Directiva exime de la emisión de un folleto las ofertas dirigidas exclusivamente a inversores cualificados, ya que estos últimos disponen de la capacidad y de los medios de información que les permiten tomar su decisión de manera informada. Sin embargo, según el considerando 27 de dicha Directiva, se debe proteger a los inversores mediante la garantía de la publicación de una información fiable, sin establecer una distinción entre las distintas categorías de inversores.

22. En estas circunstancias, el Tribunal Supremo decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia las siguientes cuestiones prejudiciales relativas a la interpretación de los artículos 3, apartado 2, y 6 de la Directiva 2003/71:

- «1) Cuando una oferta pública de suscripción de acciones se dirige tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados, y se emite un folleto en atención a los minoristas, ¿la acción de responsabilidad por el folleto ampara a ambos tipos de inversores o solamente a los minoristas?
- 2) En el caso de que la respuesta a la anterior pregunta sea que ampara también a los inversores cualificados, ¿es posible valorar su grado de conocimiento de la situación económica del emisor de la OPS [oferta pública de suscripción de acciones] al margen del folleto, en función de sus relaciones jurídicas o mercantiles con dicho emisor (formar parte de su accionariado, de sus órganos de administración, etc.)?»

23. Bankia, la UMAS, los Gobiernos español y checo, así como la Comisión Europea presentaron observaciones escritas.

#### **IV. Análisis**

24. Mediante su primera cuestión prejudicial, el órgano jurisdiccional remitente se pregunta, en esencia, si el artículo 6 de la Directiva 2003/71, en relación con su artículo 3, apartado 2, letra a), debe interpretarse en el sentido de que, cuando una oferta pública de suscripción de valores se dirige tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados y se emite un folleto, la acción de responsabilidad por el folleto puede ser ejercitada por los inversores cualificados, pese a que, cuando la oferta se dirige exclusivamente a estos inversores, no se requiere publicar dicho documento. Mediante su segunda cuestión prejudicial, dicho órgano jurisdiccional se pregunta si, en caso de respuesta afirmativa a la primera cuestión prejudicial, el artículo 6 de la citada Directiva debe interpretarse en el sentido de que, cuando un inversor cualificado entabla una acción, es posible tener en cuenta, a efectos de decidir si existe responsabilidad por parte de la entidad emisora, que dicho inversor pudo tener acceso a otras fuentes de información sobre la situación económica de la sociedad emisora de la oferta pública, diferentes de la información contenida en el folleto.

25. Para responder al órgano jurisdiccional remitente, es preciso dilucidar, en caso de un folleto inexacto publicado en el marco de una oferta mixta, es decir, una oferta que comprende dos tramos, uno destinado a inversores cualificados y otro destinado a inversores minoristas, en primer lugar, si rige un principio de responsabilidad civil frente a los inversores cualificados y, en su caso, en segundo lugar, en qué condiciones puede exigirse esta responsabilidad.

26. Con carácter preliminar, debe precisarse, no obstante, que la excepción de inadmisibilidad de la petición de decisión prejudicial propuesta por la UMAS debe desestimarse en virtud de reiterada jurisprudencia del Tribunal de Justicia.<sup>5</sup>

27. En efecto, en el caso de autos, el órgano jurisdiccional remitente ha expuesto suficientemente la relación existente entre el objeto del litigio y la interpretación solicitada del Derecho de la Unión, la realidad del problema que debe resolverse y los elementos de hecho y de Derecho necesarios para responder de manera útil a las cuestiones planteadas.

***A. ¿Puede un folleto inexacto servir de fundamento a una acción de responsabilidad civil ejercitada por un inversor cualificado contra el emisor de los valores?***

28. Esta cuestión se suscita en el supuesto que se plantea en el litigio principal, a saber, una oferta mixta que puede tener lugar en el marco de una oferta pública (artículo 3, apartado 1, de la Directiva 2003/71) o en caso de emisión de valores de cotización en un mercado regulado, ya que, en ese caso, la publicación de un folleto es obligatoria y los inversores cualificados, como los minoristas, pueden adquirir dichos valores (artículo 3, apartado 3, de esta Directiva).

29. El artículo 6 de la citada Directiva establece un principio de responsabilidad en caso de publicación de un folleto inexacto o incompleto que incluye la obligación de los Estados miembros de asegurarse, por una parte, de la identificación y la mención, en dicho folleto de las personas responsables de su contenido (apartado 1) y, por otra parte, de la existencia de un régimen de responsabilidad civil contra ellos (apartado 2).

30. No obstante, el artículo 6 de la Directiva 2003/71 no prevé ninguna excepción a ese principio de responsabilidad basada en la naturaleza de la oferta mixta, ya sea que esta se ofrezca únicamente al público o esté destinada a la cotización en un mercado regulado, aunque otras disposiciones de esta Directiva prevean excepciones a la obligación de publicar un folleto, vinculadas ya sea a los destinatarios de la oferta, al importe de los valores o a la oferta global emitida (artículo 3, apartado 2), o a la naturaleza de los valores emitidos (artículo 4). Sin embargo, estas excepciones a la obligación de publicación no prohíben la publicación voluntaria de un folleto por parte de un emisor, el cual, si la emisión tiene lugar en un mercado regulado, podrá entonces acogerse al sistema del «pasaporte único».<sup>6</sup>

31. El órgano jurisdiccional remitente se pregunta, debido a la excepción a la obligación de publicar un folleto establecida en el artículo 3, apartado 2, letra a), de la Directiva 2003/71, si, cuando la oferta está reservada a los inversores cualificados, estos pueden ejercitar la acción de responsabilidad civil basada en la inexactitud del folleto. Al hacerlo, el órgano jurisdiccional remitente parece basarse en la premisa de que, dado que el folleto está destinado únicamente a proteger e informar a los inversores no cualificados, los inversores cualificados no podrían alegar la inexactitud de dicho folleto para ejercitar una acción de responsabilidad civil.

32. No obstante, en realidad, si se examinan en su conjunto, las excepciones antes citadas provocan, de hecho, situaciones en las que o bien los inversores no cualificados no dispondrán de un folleto,<sup>7</sup> o bien los inversores cualificados dispondrán de un folleto, mientras que si hubieran sido los únicos destinatarios de la oferta, fuera del mercado regulado, no habrían dispuesto del mismo. En efecto, al margen de la oferta mixta fuera del mercado regulado que se rige por el artículo 3, apartado 1, de la Directiva 2003/71, los inversores cualificados dispondrán de un folleto en caso de oferta destinada a la

<sup>5</sup> Véase, en particular, la sentencia de 24 de noviembre de 2020, Openbaar Ministerie (Falsedad documental) (C-510/19, EU:C:2020:953), apartados 25 a 27 y jurisprudencia citada.

<sup>6</sup> Véase el considerando 17 de la Directiva 2003/71.

<sup>7</sup> Véase el artículo 3, apartado 2, letras b) a e), de la Directiva 2003/71.



admisión en un mercado regulado en virtud del apartado 3 del mismo artículo, salvo excepciones relacionadas con la naturaleza de los valores emitidos previstas en el artículo 4, apartado 2, de dicha Directiva, excepciones que se aplican también a los inversores no cualificados. Del mismo modo, los inversores cualificados pueden beneficiarse de una publicación voluntaria de un folleto por parte del emisor.

33. Así pues, tanto la interpretación literal como la interpretación sistemática de la Directiva 2003/71 tienden a desvirtuar la idea de que el folleto solo se establece con el fin de proteger a los inversores no cualificados.

34. Además, la interpretación teleológica de esta Directiva tiene el mismo sentido. En efecto, el primer objetivo de este texto es conseguir un mercado único de valores (considerando 45) mediante el desarrollo del acceso a los mercados financieros (considerando 18), en particular para las PYME (considerando 4):

- por una parte, al simplificar las cargas administrativas para los emisores mediante la instauración de un pasaporte único (considerando 1) y mediante la reducción de costes gracias a la posibilidad de incorporar información al folleto mediante la mera referencia a información ya existente y validada (considerando 29), y,
- por otra parte, al facilitar las ofertas transfronterizas, en particular, evitando los sobrecostes derivados de la traducción a todas las lenguas oficiales (considerando 35).

35. Otro de los objetivos de la Directiva 2003/71, contemplado en su considerando 16, es la «protección de los inversores» teniendo en cuenta al mismo tiempo «los diversos requisitos de protección de las distintas categorías de inversores y su nivel de experiencia». Esta protección pasa por la publicación de una información completa (considerandos 18 y 20), fiable (considerando 27) y accesible (considerando 21), destinada a que los inversores «estén capacitados para poder evaluar con la información suficiente esos riesgos y tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa», según los términos del considerando 19 de esta Directiva.

36. Así pues, la citada Directiva combina estos dos objetivos. El Tribunal de Justicia ya ha tenido ocasión de apreciar esta combinación declarando que la publicación del folleto no resulta necesaria en caso de venta de valores en el marco de un procedimiento de ejecución forzosa.<sup>8</sup>

37. En consecuencia, la interpretación del artículo 6 de la Directiva 2003/71 en relación con su artículo 3, apartado 2, letra a), debe hacerse respetando el equilibrio entre los dos objetivos mencionados que se pretendió alcanzar.

38. Por lo tanto, considero claramente que el hecho de que los artículos 3 y 4 de esta Directiva prevean, de forma detallada, numerosas excepciones a la obligación de publicar un folleto, mientras que el artículo 6 de dicha Directiva enuncia un principio, sin excepciones, de responsabilidad civil en caso de folleto inexacto, debe conducir a una interpretación según la cual, cuando exista un folleto, debe poder iniciarse una acción de responsabilidad civil basada en la inexactitud de dicho folleto, cualquiera que sea la condición del inversor que se considere perjudicado.

<sup>8</sup> Véase la sentencia de 17 de septiembre de 2014, Almer Beheer y Daedalus Holding (C-441/12, EU:C:2014:2226), apartados 31 a 33 y fallo.

39. Además, si se admitiera que cada Estado miembro puede definir por sí mismo si los inversores cualificados pueden o no ejercitar una acción de responsabilidad por daños y perjuicios en caso de folleto inexacto, ello equivaldría a introducir posibles distorsiones entre los Estados miembros, distorsiones que menoscabarían, de manera desproporcionada, el objetivo de la consecución del mercado único de valores. Este objetivo hace necesaria una interpretación uniforme del ámbito de aplicación del artículo 6 de la Directiva 2003/71 en relación con las personas que pueden ejercitar acciones judiciales contra el emisor de la oferta.

40. Del mismo modo, en caso de publicación voluntaria de un folleto inexacto, en una oferta reservada a inversores cualificados, estos últimos deben poder entablar una acción de responsabilidad civil contra el emisor basándose en el artículo 6 de dicha Directiva.

41. De todas estas consideraciones se desprende que el artículo 6 de la Directiva 2003/71, en relación con su artículo 3, apartado 2, letra a), debe interpretarse en el sentido de que, cuando una oferta pública de suscripción de valores se dirige tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados y se emite un folleto, la acción de responsabilidad por el folleto puede ejercitarse por los inversores cualificados, pese a que, cuando la oferta se dirige exclusivamente a estos inversores, no se requiere publicar dicho documento.

***B. ¿Puede deducirse la prueba del conocimiento de la situación real del emisor por parte del inversor cualificado de la existencia de relaciones mercantiles o jurídicas entre ellos (formar parte de su accionariado, de los órganos de dirección, etc.)?***

42. Mediante su segunda cuestión prejudicial, el órgano jurisdiccional remitente pregunta al Tribunal de Justicia específicamente sobre el margen de apreciación que el artículo 6 de la Directiva 2003/71 concede a los Estados miembros.

43. En efecto, dicho artículo 6 establece dos principios:

- por una parte, los Estados miembros deben asegurarse de que exista al menos una persona responsable de la información del folleto, identificada en este y que certifique que «los datos del folleto son conformes a la realidad y no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance» (apartado 1);
- por otra parte, los Estados miembros deben asegurarse de que sus disposiciones sobre responsabilidad civil se aplican a las personas responsables de la información contenida en el folleto (apartado 2, párrafo primero).

44. Dado que el artículo 6 de la Directiva 2003/71 no prevé los términos del ejercicio de la acción de responsabilidad, corresponde a los Estados miembros establecer, según su Derecho nacional, dichos términos.

45. Al igual que en cualquier supuesto en que se concede cierto margen de apreciación a los Estados miembros, las decisiones que estos tomen deben respetar los principios de efectividad y de equivalencia con el fin de preservar el efecto útil de las disposiciones de la Directiva de que se trate. El Tribunal de Justicia ha recordado recientemente que la regulación procesal de estos recursos no debe ser menos favorable que la que rige en situaciones semejantes de Derecho interno (principio de equivalencia) ni hacer imposible en la práctica o excesivamente difícil el ejercicio de los derechos conferidos por el ordenamiento jurídico de la Unión (principio de efectividad).<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Sentencia de 26 de junio de 2019, Craeynest y otros (C-723/17, EU:C:2019:533), apartado 54 y jurisprudencia citada.

46. El Tribunal de Justicia también afirmó estos principios en la sentencia de 19 de diciembre de 2013, Hirmann,<sup>10</sup> a propósito del margen de maniobra que el artículo 6 de la Directiva 2003/71 concede a los Estados miembros.

47. Así pues, siempre que respeten estos principios, los Estados miembros pueden elegir una base extracontractual, contractual o cuasicontractual para dicha acción de responsabilidad.

48. En efecto, si bien el Tribunal de Justicia, en la sentencia de 19 de diciembre de 2013, Hirmann,<sup>11</sup> declaró que la responsabilidad civil del emisor por irregularidades del folleto procede del contrato de adquisición de acciones,<sup>12</sup> se hace necesario señalar que se trataba de un asunto en el que, para oponerse a la exigencia de la responsabilidad basada en el contrato de adquisición de acciones, se esgrimieron las obligaciones derivadas del contrato de sociedad. Así pues, el Tribunal de Justicia se pronunció a favor de una responsabilidad «que procede» de ese primer contrato, y no del contrato de sociedad, sin que ello implique, en mi opinión, que recaiga sobre los Estados miembros la obligación de elegir una base contractual en lo que respecta a la responsabilidad basada en la inexactitud del folleto.

49. Del mismo modo, por lo que respecta al alcance de la responsabilidad, el hecho de tener o no en cuenta la culpa del perjudicado y la forma en que se aprecia el nexo causal<sup>13</sup> son aspectos que recaen en el ámbito de competencia de los Estados miembros, respetando los principios del Derecho de la Unión de efectividad y de equivalencia.

50. Si bien el Tribunal de Justicia admitió, en el asunto que dio lugar a la sentencia de 19 de diciembre de 2013, Hirmann,<sup>14</sup> que un Estado miembro puede limitar la responsabilidad civil del emisor limitando el importe de la indemnización en función de la fecha en que se fija el precio de las acciones para la indemnización, es preciso además que el Estado miembro respete los principios de equivalencia y de efectividad.

51. En consecuencia, por analogía, es posible admitir que un Estado miembro pueda prever en su normativa que se tenga en cuenta el conocimiento de la situación real del emisor por parte del inversor cualificado, siempre que se respeten los principios de efectividad y de equivalencia.

52. Por consiguiente, los Estados miembros pueden establecer una normativa que establezca, en caso de acción de responsabilidad ejercitada por un inversor cualificado por inexactitud del folleto, que se tome en consideración el conocimiento de la situación real del emisor por parte del inversor cualificado al margen de las disposiciones inexactas o incompletas del folleto, siempre que ese conocimiento también pueda ser tenido en cuenta en acciones de responsabilidad similares y que esa toma en consideración no se traduzca, en la práctica, en hacer imposible o excesivamente difícil el ejercicio de dicha acción.

53. No obstante, el control del respeto de los principios de efectividad y de equivalencia solo puede efectuarse sobre la base de una aplicación concreta a una situación determinada de esa toma en consideración del conocimiento del inversor. Así pues, corresponde al órgano jurisdiccional remitente, que pretende extraer consecuencias jurídicas del conocimiento de la situación económica de un emisor por parte de un inversor cualificado que entabla una acción de responsabilidad contra él sobre la base de un folleto inexacto, respetar esos principios cuando valora las pruebas de dicho conocimiento y toma en consideración ese conocimiento.

<sup>10</sup> C-174/12, EU:C:2013:856, apartado 40 y jurisprudencia citada.

<sup>11</sup> C-174/12, EU:C:2013:856.

<sup>12</sup> Sentencia de 19 de diciembre de 2013, Hirmann (C-174/12, EU:C:2013:856), apartado 29.

<sup>13</sup> La doctrina ha elaborado tres teorías del nexo causal: la teoría de la causa próxima, la de la equivalencia de las condiciones y la de la causalidad adecuada.

<sup>14</sup> C-174/12, EU:C:2013:856.

54. De todas estas consideraciones se desprende que el artículo 6, apartado 2, de la Directiva 2003/71 debe interpretarse en el sentido de que no se opone a que, en caso de que un inversor cualificado entable una acción de responsabilidad civil basada en la inexactitud del folleto, se tome en consideración el conocimiento de la situación real del emisor por parte de dicho inversor al margen de las disposiciones inexactas o incompletas del folleto, siempre que ese conocimiento también pueda ser tenido en cuenta en acciones de responsabilidad similares y que esa toma en consideración no se traduzca, en la práctica, en hacer imposible o excesivamente difícil el ejercicio de dicha acción, extremo que corresponde comprobar al órgano jurisdiccional remitente.

## V. Conclusión

55. Habida cuenta de las consideraciones anteriores, propongo al Tribunal de Justicia que responda del siguiente modo a las cuestiones prejudiciales planteadas por el Tribunal Supremo:

- «1) El artículo 6 de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, en relación con el artículo 3, apartado 2, letra a), de esta Directiva, debe interpretarse en el sentido de que, cuando una oferta pública de suscripción de valores se dirige tanto a inversores minoristas como a inversores cualificados y se emite un folleto, la acción de responsabilidad por el folleto puede ejercitarse por los inversores cualificados, pese a que, cuando la oferta se dirige exclusivamente a estos inversores, no se requiere publicar dicho documento.
- 2) El artículo 6, apartado 2, de la Directiva 2003/71 debe interpretarse en el sentido de que no se opone a que, en caso de que un inversor cualificado entable una acción de responsabilidad civil basada en la inexactitud del folleto, se tome en consideración el conocimiento de la situación real del emisor por parte de dicho inversor al margen de las disposiciones inexactas o incompletas del folleto, siempre que ese conocimiento también pueda ser tenido en cuenta en acciones de responsabilidad similares y que esa toma en consideración no se traduzca, en la práctica, en hacer imposible o excesivamente difícil el ejercicio de dicha acción, extremo que corresponde comprobar al órgano jurisdiccional remitente.»