



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Dereito

SALIDA A BOLSA DE UNA SOCIEDAD CON LAS CUENTAS FALSEADAS

Trabajo de Fin de Grado

Programa de simultaneidad Derecho y ADE

Autora: María Vázquez Otero

Tutora: Marta Cernadas Lázare

Curso Académico: 2019-2020

Índice

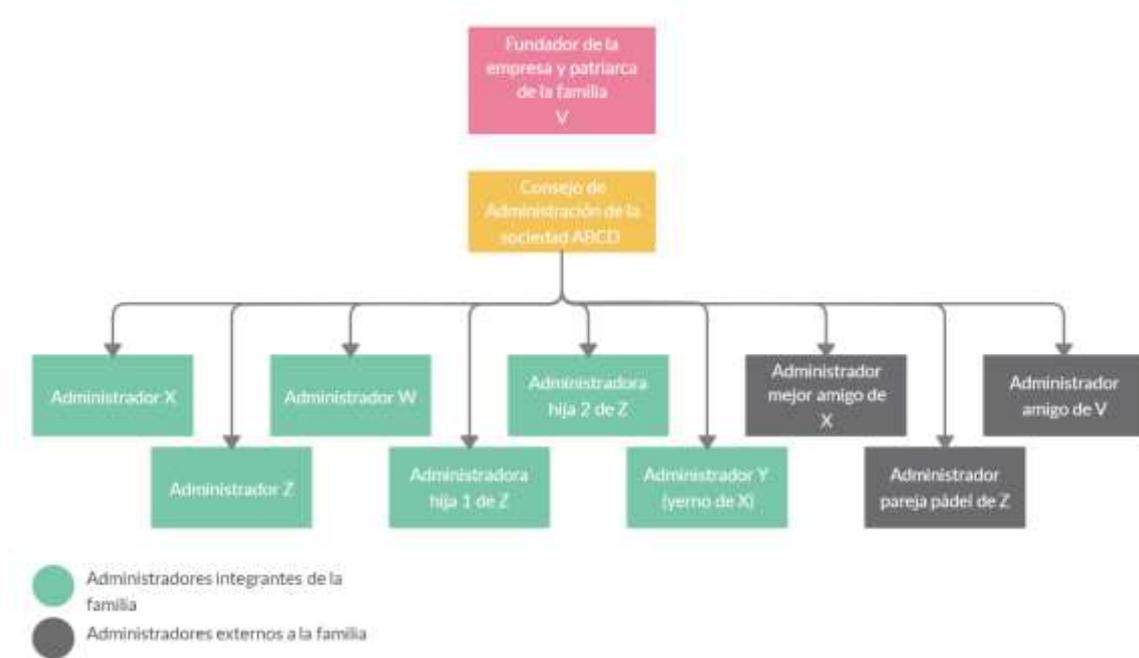
Listado de abreviaturas	3
1. Descripción de los hechos	4
2. Fuerza jurídica del protocolo familiar y los acuerdos del Consejo de Familia....	5
2.1. Eficacia y oponibilidad del protocolo familiar	5
2.2. Eficacia jurídica de los acuerdos del Consejo de Familia.....	10
3. Breve reseña respecto al proceso de salida a bolsa de una sociedad	10
4. Responsabilidad penal y civil de los administradores	11
4.1. Responsabilidad penal del administrador X	11
4.1.a) Delito de falseamiento de cuentas societarias	12
4.1.b) Delito de «fraude de inversores» o «estafa de inversores»	13
4.1.c) Delito de apropiación indebida	15
4.1.d) Análisis de posibles situaciones concursales	16
4.2. Responsabilidad penal del administrador Y	17
4.2.a) Delito de falseamiento de cuentas societarias	17
4.2.b) Delito de «fraude de inversores» o «estafa de inversores»	17
4.2.c) Delito de abuso de información privilegiada	17
4.2.d) Delito de revelación de información privilegiada	22
4.2.e) Análisis de posibles situaciones concursales	22
4.3. Responsabilidad penal del resto de administradores	22
4.3.a) Delito de falseamiento de cuentas societarias	23
4.3.b) Delito de «fraude de inversores» o «estafa de inversores»	23
4.3.c) Análisis de posibles situaciones concursales	23
4.4. Responsabilidad civil de todos los administradores	23
5. Actitud de la CNMV frente a los hechos.....	27
5.1. Concepto y funciones de la CNMV	27
5.2. Responsabilidad por infracciones del TRLMV	28
5.3. Análisis de las infracciones cometidas en ABCD S.A.	28
6. Los contratos de adquisición de acciones	34
6.1. Anulación del contrato por vicio del consentimiento	36
6.2. Reclamación de indemnización del perjuicio	38
6.3. Resolución del contrato de suscripción	39
7. Conclusiones	40
Bibliografía.....	45
Apéndice legislativo	47
Apéndice jurisprudencial.....	48
Otras fuentes	50

Listado de abreviaturas

AAN	=Auto de la Audiencia Nacional
BOE	=Boletín Oficial del Estado
CC	=Código Civil
CCom	=Código de Comercio
CNMV	=Comisión Nacional del Mercado de Valores
CP	=Código Penal
DFCR	=Draft Common Frame of Reference
DGRN	=Dirección General de los Registros y del Notariado
LO	=Ley Orgánica
LRJSP	=Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público
MiFID II	=Directiva 2014/65/ UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE
OPS	=Oferta Pública de Suscripción
OPV	=Oferta Pública de Venta
RD	=Real Decreto
S. Com. P. A.	=Sociedad Comanditaria por Acciones
S.A.	=Sociedad Anónima
S.L.	=Sociedad de Responsabilidad Limitada
SAP	=Sentencia de la Audiencia Provincial
SJPI	=Sentencia del Juzgado de Primera Instancia
STJUE	=Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STS	=Sentencia del Tribunal Supremo
STSJ	=Sentencia del Tribunal Superior de Justicia
TRLMV	=Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores
TRLSC	=Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital

1. Descripción de los hechos

La sociedad ABCD es una sociedad mercantil que reviste la forma jurídica de sociedad anónima (en adelante, S.A.). Su Consejo de Administración está integrado por nueve administradores: seis de ellos pertenecientes a la misma unidad familiar, que a su vez conforman el Consejo de Familia; y otros tres que, a pesar de ser externos a la familia, mantienen con la misma relaciones de amistad.



La sociedad ABCD S.A. fue fundada por V, padre de los administradores X, Z y W. La relación entre los hermanos no es pacífica. De hecho, la relación entre Z y W puede calificarse de mala, dado que en caso de discusión o conflicto se precisa que el hermano y administrador X medie entre ambos.

Debido al carácter familiar de la sociedad, ABCD cuenta con un protocolo familiar que regula la organización social, y, también, con un código de conducta. Ambos documentos fueron redactados por V cuando sus hijos pasaron a formar parte de la sociedad. En ellos se ha previsto que cualquier falta de lealtad a la empresa será motivo para la destitución del cargo de administrador y exclusión de la participación en beneficios durante cinco años. Además, se prevé el mismo castigo, junto con la retirada del derecho a voto, para quien engañe a alguno de los miembros del Consejo de Familia.

La sociedad ABCD salió a bolsa. Esta operación fue liderada por el administrador X, quien gozaba de gran confianza por parte del resto de administradores. Esta llegaba hasta el punto de que las cuentas de la sociedad no fueron revisadas y X aprovechó para falsearlas y que aparentasen unos beneficios que no eran reales. Incluso, se adueñó de fondos de la sociedad para poder gozar de una vida con todo tipo de lujos, como comprarse un coche deportivo.

Sin embargo, a pesar de este ambiente generalizado de confianza, uno de los administradores sí fue consciente de las actuaciones engañosas realizadas por X. Este administrador fue Y, yerno de X, con el que no mantenía buena relación. Sin embargo, Y no manifestó su oposición a los actos realizados por su suegro, sino que ideó un plan para verse beneficiado económicamente de la situación. Con tal fin, Y adquirió acciones como

inversor anónimo con el objetivo de venderlas el mismo día que se produjese la salida a bolsa. Además de ello, elaboró un informe en el que explicaba las actuaciones de X y cuál era la situación económico-financiera real de la empresa. La difusión de este documento provocó que el valor de las acciones se situase en por debajo del 10% respecto a su precio de salida a bolsa. La estrategia ideada por Y le reportó beneficios con los que también se compró un coche deportivo.

2. Fuerza jurídica del protocolo familiar y los acuerdos del Consejo de Familia

En la ABCD S.A. confluyen relaciones personales y/o familiares con otras económico-societarias. Este hecho provoca que la sociedad tenga la consideración de empresa familiar¹. A lo largo de este apartado, se analizarán los aspectos relacionados con dicha característica de ABCD S.A. En primer lugar, se tratará el concepto de protocolo familiar, posible contenido y eficacia jurídica del mismo en la esfera de la persona jurídica. En segundo lugar, se analizará si los acuerdos del Consejo de Familia son vinculantes o no en el ámbito societario.

2.1. Eficacia y oponibilidad del protocolo familiar

El protocolo familiar es un documento que ayuda a la gestión de los intereses derivados de las relaciones personales y económico-societarias en las empresas en las cuales la mayoría de los socios tienen un vínculo parental. La razón es que, en ocasiones, los objetivos de ambos tipos de relaciones no coinciden.

Este instrumento se define en el artículo 2.1 del Real Decreto (en adelante, RD) 171/2007, de 9 de febrero, por el que se regula la publicidad de protocolos familiares (en adelante, RD 171/2007, de 9 de febrero) como

aquel conjunto de pactos suscritos por los socios entre sí o con terceros con los que guardan vínculos familiares que afectan una sociedad no cotizada, en la que tengan un interés común en orden a lograr un modelo de comunicación y consenso en la toma de decisiones para regular las relaciones entre familia, propiedad y empresa que afectan a la entidad.

De la anterior definición se extrae el corolario de que cabe incluir pactos de diversa naturaleza en el protocolo familiar, siempre y cuando se guíen por el objetivo de lograr un «modelo de comunicaciones y consenso en la toma de decisiones para regular las relaciones entre familia, propiedad y empresa que afectan a la entidad» (Fernández del Pozo, 2007 pág. 35). Por tanto, el contenido de este documento puede resultar muy heterogéneo aunque, en la práctica, existen una serie de disposiciones comunes a la mayoría de ellos como son el preámbulo explicativo del origen de la empresa; las disposiciones relativas a quienes son las personas incluidas, o las que pueden serlo; las normas de acceso de miembros de la familia a la empresa; el compromiso de los mismos de tratar de que sus descendientes se adhieran; las formas de solución de conflictos; la definición de los ámbitos familiar y empresarial; los posibles órganos de relación empresa/familia; entre otros. (Cuellar Montés, 2016 pág. 85). En definitiva, aunque parte del contenido puede coincidir en la mayoría de los protocolos familiares existentes actualmente, sus aspectos subjetivos, objetivos y formales, así como su contenido, no son

¹ Sobre este concepto no existe una definición precisa y unánime ni en el Derecho español ni en el europeo.

objeto de regulación (Exposición de motivos del RD 171/2007), sino que en todos ellos rige por el principio de autonomía de las partes.

En el caso objeto de estudio en este trabajo, ABCD S.A. cuenta con un protocolo familiar elaborado por V (fundador de la empresa), en el momento en que sus hijos (los administradores X, Z y W) entraron a formar parte de la sociedad. El propósito de V al redactar este documento era que la mala relación personal entre Z y W no influyese negativamente en el ámbito societario. Respecto a su contenido, aunque en el texto del caso no se transcribe su totalidad, sí se indica que incluye un código de conducta, en el cual prevalecen los valores de la honradez y la lealtad, y la creación del Consejo de Familia, órgano en cuyo ámbito se toman las decisiones que afectan de una manera más personal a la empresa.

Con el objetivo de alcanzar la actuación de los socios familiares conforme a la honradez y la lealtad, el protocolo familiar de la sociedad ABCD dispone que cuando un administrador cometa cualquier falta de lealtad a la empresa, será destituido del cargo y se le retirará el derecho a participar en los beneficios. Además, se establece que quien engañe a alguno de los miembros del Consejo de Familia recibirá el mismo castigo con el añadido de que deberá desentenderse totalmente de la entidad y se le retirará el derecho de voto. Esta última potestad, como la relativa a recibir dividendos se recogen en el catálogo de derechos mínimos del socio del artículo 93 del TRLSC.

Al respecto del derecho económico-patrimonial a participar en las ganancias sociales se ha de señalar que posee dos vertientes: una abstracta y otra concreta. Esta última implica que, desde que la Junta General de accionistas decide realizar un reparto de dividendos, el socio ostenta un crédito frente a la sociedad (Martínez-Echevarría, y otros, 2017 pág. 559). En cambio, la manifestación abstracta, que es la que interesa a efectos del caso estudiado en este trabajo, supone «un derecho mínimo e inderogable de la condición de socio» (Martínez-Echevarría, y otros, 2017 pág. 558). Consecuentemente, cualquier acuerdo –o cláusula estatutaria– que suponga que el socio no vea satisfecho su derecho de participación en los beneficios sociales resultará inválida si bien, en un determinado ejercicio, puede acordarse la no distribución de dividendos siempre que exista una razón justificada² y ello no implique un sistemático bloqueo³ del mencionado derecho (Martínez-Echevarría, y otros, 2017 págs. 558-559).

Con respecto al derecho político a votar en la junta de accionistas, se ha de señalar que puede quedar en suspenso por diversas razones: si un accionista se encuentra en situación de mora, si existen acciones sin voto, si la sociedad tiene acciones propias, entre otras (Martínez-Echevarría, y otros, 2017 pág. 559).

En cuanto al tratamiento jurídico de los protocolos familiares, se ha de señalar que se les atribuye la condición de pactos parasociales, con la singularidad de que todos o la mayoría de los socios son familiares (García Companys, 2017 pág. 12). La jurisprudencia define los pactos parasociales como aquellos acuerdos «mediante los cuales los socios pretenden regular, con la fuerza del vínculo obligatorio, aspectos de la relación jurídica societaria sin utilizar los cauces específicamente previstos para ello en

² Se consideran razones justificadas que el resultado no sea suficiente para cubrir las reservas legales y/o estatutarias, que la Junta General de accionistas decida, en un determinado ejercicio social, capitalizar parte de los beneficios u otras razones similares (Martínez-Echevarría, y otros, 2017 pág. 559).

³ Se considera que existe un bloqueo sistemático del derecho a participar en las ganancias sociales cuando, de forma reiterada y sin justificación alguna, se acuerda no repartir dividendos.

la ley y en los estatutos» (sentencia del Tribunal Supremo (en adelante, STS) de 6 de marzo de 2009 (ECLI: ES:TS:2009:940)). Por tanto, los socios pueden establecer vínculos internos entre ellos sobre cuestiones que afectan a la sociedad sin integrar su contenido en el régimen societario, debido a «la existencia de una esfera individual del socio diferenciada de la propiamente corporativa» (resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado (en adelante, DGRN⁴) de 26 de junio de 2018, de 5 de junio de 2015 o de 24 de marzo de 2010).

A consecuencia de que los pactos parasociales sean ley solo entre las partes contratantes (Martínez Díe, 2017 pág. 255), su validez no puede enjuiciarse aplicando los límites que impone el Derecho de sociedades sino que han de aplicarse los de la autonomía de la voluntad (STS de 6 de marzo de 2009 (ECLI: ES:TS:2009:940); STS de 3 de noviembre de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:4443); STS de 20 de febrero de 2020 (ECLI: ES:TS:2020:507), entre otras). Por ello, estos acuerdos entre los socios son válidos y exigibles siempre que no sean contrarios a la ley, la moral o el orden público (art. 1.255 CC) (Fernández del Pozo, 2007 pág. 47).

Por consiguiente, aplicando lo anterior al caso objeto de estudio, a pesar de que el administrador Y, al haber incurrido en una falta de lealtad a la empresa⁵, ha incumplido lo dispuesto en el protocolo familiar, el acuerdo de la Junta General de accionistas de ABCD S.A. en el cual se apruebe el reparto de dividendos, para ser válido societariamente, no puede excluirlo, de ninguna manera⁶, de la parte que le corresponda en proporción al capital desembolsado. La razón es que, al ser la participación en beneficios un «derecho mínimo e inderogable» (Martínez-Echevarría, y otros, 2017 pág. 558), dicha exclusión supondría sobrepasar los límites impuestos por el Derecho de sociedades. Además, el resto de los socios familiares no podrán impugnar dicho acuerdo sobre la base del incumplimiento del mencionado documento familiar porque «la mera infracción del convenio parasocial de que se trate no basta, por sí sola, para la anulación del acuerdo impugnado» (STS de 20 de febrero de 2020 (ECLI: ES:TS:2020:507)). Este resultado en el ámbito del ordenamiento de la persona jurídica no implica que no tenga que responder de dicho incumplimiento conforme a lo dispuesto en el Derecho de contratos, como se explicará al final de este apartado.

En lo relativo al derecho de voto, se ha de mencionar que el administrador Y no se encuentra –o, al menos, nada se especifica en el caso propuesto para estudio– en ninguna de las situaciones en las que dicha facultad se puede suspender. Por tanto, conforme al Derecho de sociedades, tampoco podría negársele dicha posibilidad a pesar de que resulta evidente que sí ha incumplido lo dispuesto en el protocolo familiar pues ocultó a todos los miembros de la sociedad, incluidos los familiares, la información acerca de la falsedad de las cuentas.

⁴Este órgano ha sido suprimido por el artículo 2.2 del RD 139/2020, de 28 de enero, por el que se establece la estructura orgánica básica de los departamentos ministeriales. Como consecuencia, la Disposición Adicional Segunda del RD 453/2020, de 10 de marzo, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Justicia, y se modifica el Reglamento del Servicio Jurídico del Estado, aprobado por el Real Decreto 997/2003, de 25 de julio dispone que las referencias que en el ordenamiento jurídico se hacen a la DGRN se entienden realizadas a la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública. A pesar de ello, a lo largo de este trabajo se empleará la denominación tradicional de DGRN, por ser el nombre por el que comúnmente se conoce a este órgano.

⁵ *vid.* apartado 4.4 “Responsabilidad civil de todos los administradores”.

⁶ Se considera que Y no se encuentra en situación de mora frente a ABCD S.A.

Al igual que en el caso del derecho a participar en los beneficios sociales, la no generación de efectos en el ámbito societario no implica que no tenga que responder de acuerdo con lo que dispone el Derecho de contratos.

El hecho de que lo dispuesto en el protocolo familiar quede privado de la «eficacia organizativa del contrato de sociedad» (Paz-Ares, 2003 pág. 31) es consecuencia también de que los pactos entre los socios no son oponibles a la persona jurídica, en virtud del artículo 29 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital⁷ (en adelante, TRLSC), pues esta es un tercero respecto de los mismos (Paz-Ares, 2003 pág. 36). A pesar de ello, la doctrina y la jurisprudencia han ido estableciendo, paulatinamente, ciertos casos en los que, bajo la concurrencia de determinados requisitos, los pactos parasociales configurados como protocolos familiares pueden ser oponibles a la sociedad: cuando su contenido ha sido incorporado a los estatutos sociales a través de una prestación accesoria⁸; cuando se trata de «pactos omnilaterales»⁹; cuando se les dota de publicidad registral a través del acceso al Registro Mercantil, entre otros. A continuación, se hará un breve análisis respecto a la primera de estas posibilidades por ser la que tiene una mayor transcendencia en el estudio del caso que nos ocupa.

Con la introducción del contenido del protocolo familiar en los estatutos a través de una prestación accesoria, que ha de revestir las características de ser concreta y determinable, su contenido se convierte en una obligación de naturaleza societaria y carácter estatutario (resolución de la DGRN de 26 de junio de 2018). En el caso objeto de análisis no cabría aplicar este remedio. La razón es que negar el derecho a participar en los beneficios sociales y el de voto supondría la desnaturalización del tipo social de las sociedades anónimas, lo cual es un límite al contenido de los estatutos (artículo 28 del TRLSC), puesto que son derechos inherentes al titular de las acciones. La anterior afirmación se infiere de que la sociedad anónima es «la sociedad capitalista por antonomasia», en la que lo que interesa es la participación en el capital (STS de 10 de enero de 2011 (ECLI:S:TS:2011:708)). Sin embargo, sí sería posible la inclusión de la parte del protocolo familiar que no posee los anteriores impedimentos como la creación del Consejo de Familia.

El empleo de este método a fin de conseguir la mayor eficacia posible de los protocolos familiares, permite que su incumplimiento sea causa de exclusión de socios (artículo 351 del TRLSC) (Paz-Ares, 2003 pág. 42). A este respecto, se ha de señalar que de la redacción del caso se puede extraer una interpretación diferente a la ya indicada con relación al derecho de voto. La frase «deberá desentenderse totalmente de la sociedad y por lo tanto se le retirará el derecho de voto» parece dar a entender que la exclusión del mismo es una consecuencia de la previa retirada de la condición de socio. Esta última sí

⁷ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

⁸ Cuando el contenido del protocolo familiar no se incluye en los estatutos puede producirse un conflicto debido a la existencia de dos tipos de normas diferentes: las contenidas en los estatutos sociales y las del protocolo familiar, lo cual no implica que ninguna de ellas sea inválida, salvo que se superen los límites del Derecho de sociedades o los de la autonomía de la voluntad, respectivamente familiar (STS de 20 de febrero de 2020 (ECLI: ES:TS:2020:507)).

⁹ Reciben esta denominación los pactos parasociales que han sido adoptados por todos los socios que lo siguen siendo cuando se plantea el conflicto (STS de 20 de febrero de 2020 (ECLI: ES:TS:2020:507)). En este supuesto, la inoponibilidad societaria se configura como relatividad objetiva y subjetiva (Paz-Ares, 2003 pág. 36). La razón es que para que los pactos omnilaterales sean oponibles a la sociedad en su totalidad ha de darse una identidad plena tanto entre las partes del acuerdo entre los socios y las del contrato de sociedad, como en cuanto a su contenido (Paz-Ares, 2003 pág. 36).

puede tener lugar si el contenido del protocolo familiar realizado por V fue incluido como prestación accesoria en los estatutos sociales de la sociedad ABCD con la mencionada sanción en caso de incumplimiento. En ese caso, el administrador Y podría ser privado de la misma y, consecuentemente, también del derecho de voto pues este solo lo ostenta quien es parte en la sociedad. Para que ello ocurriese se precisaría acuerdo de la Junta General (artículo 223 del TRLSC). El mismo sería fácilmente alcanzable si la mayoría de los componentes de este órgano son del colectivo familiar ya que estos podrían emitir un voto cohesionado y previamente acordado en el Consejo de Familia de tal forma que el acuerdo de la Junta fuese en la misma dirección.

Por último, la posible introducción del contenido de los acuerdos entre los socios a los estatutos resulta de gran interés si lo que se pretende es asegurar la eficacia del documento familiar de cara al futuro, es decir, que sea aplicable a más individuos que a los firmantes iniciales, puesto que obligará a asumir su contenido para poder ser parte en la sociedad (Valmaña Cabanes, 2014 págs. 148-149). Así, en el caso objeto de análisis, aunque Y no hubiese sido parte en el protocolo familiar inicial, en el momento en que adquirió la condición de socio hubiera tenido que asumir el compromiso de cumplir todas las obligaciones contenidas en los estatutos sociales, entre las cuales se encontraría la prestación accesoria de cumplir con lo dispuesto en el protocolo familiar.

Tras haber concluido que no se puede impedir la participación en los beneficios al administrador Y y que, salvo haciendo la mencionada interpretación, tampoco podría negársele el derecho a voto, es necesario hacer una reflexión acerca de cómo puede defenderse el cumplimiento de lo dispuesto en el protocolo familiar fuera del ámbito societario. Como hemos dicho, el hecho de que lo negociado en los pactos parasociales no produzca efectos frente a terceros, no implica que las partes contratantes no queden obligadas a lo dispuesto en los mismos. Por tanto, en términos generales, si alguna parte no actúa de acuerdo con lo convenido, el resto podrá emplear la acción de cumplimiento para exigir la ejecución específica de la prestación debida (Paz-Ares, 2003 pág. 22). La aplicación de esta medida en el caso objeto de análisis no resultaría muy adecuada puesto que una actuación posterior de Y conforme a los valores de la honradez y la lealtad no satisfaría el interés del resto de socios. Por ello, la indemnización de daños y perjuicios, que es la medida que se prevé para el caso de que el cumplimiento específico no fuera posible, tiene un mejor encaje. A esta quedan sujetos «los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieren al tenor de aquéllas» (artículo 1101 del Código Civil (en adelante, CC¹⁰)) (Maldonado Ortega, 2017 pág. 288). Dicha reparación de daños y perjuicios será exigible al contratante siempre y cuando el incumplimiento le sea «subjetivamente imputable» (Paz-Ares, 2003 pág. 21), lo cual ocurre con Y en el caso estudiado ya que la ruptura de lo acordado en el protocolo familiar se debe, única y exclusivamente, a sus actos al no concurrir ninguna causa de fuerza mayor o imposibilidad sobrevenida de cumplimiento.

Otra forma de que se cumpla con lo convenido en los protocolos es que estos cuenten con mecanismos coercitivos propios como las cláusulas penales bajo la condición de obligaciones accesorias para el caso de que se incumpla la principal (Valmaña Cabanes, 2014 pág. 24).

¹⁰ Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil

2.2. Eficacia jurídica de los acuerdos del Consejo de Familia

El Consejo de Familia es uno de los órganos cuya creación, por regla general, se acuerda en el protocolo familiar si bien no se encuentra contemplado en las normas mercantiles en vigor por lo que se sujeta siempre a lo dispuesto en el Derecho común (Ugalde, 2002 pág. 44). A pesar de ello, se contempla la posibilidad de que este tipo de órganos sean incluidos en los estatutos de la sociedad, siempre y cuando sean definidos con suficiente precisión (Resolución de la DGRN de 4 de mayo de 2005).

Respecto al concepto de Consejo de Familia se ha de señalar que, a pesar de no existir una definición comúnmente aceptada, todos los autores que lo han analizado coinciden en establecer la nota definitoria en el «carácter de vehículo de comunicación o su carácter de órgano de toma de decisiones (estructura u órgano de gobierno)» (Arbesú Riera, 2016 pág. 74). Es fundamental tener en cuenta que no es un órgano de decisión ya que ello corresponde a la Junta General de accionistas ni tampoco un órgano de administración o gestión ya que de ello se encarga el Consejo de Administración o, en su defecto, los administradores (Cuellar Montés, 2016 pág. 86).

La consecuencia de aplicar lo anterior al caso de ABCD S.A. es que tanto para nombrar administrador al hijo de W como para cesar a Y no basta con un acuerdo del Consejo de Familia. Para realizar dichas modificaciones en el órgano de administración se necesita un acuerdo de la Junta General de accionistas puesto que, para que las mismas tengan efectos en la persona jurídica, tienen que ser canalizadas a través de los órganos societarios (artículo 214 y 223 del TRLSC). A pesar de lo anterior, hay que tener presente que, lo más probable, es que los miembros de del Consejo de Familia emitan su voto en la Junta General de accionistas de acuerdo a lo que se haya decidido en el ámbito familiar (Ugalde, 2002 pág. 43). Así, el voto cohesionado de todos los parientes será decisivo para el acuerdo al que finalmente se llegue en el ámbito societario de la Junta General de accionistas (Ugalde, 2002 pág. 43). En definitiva, si bien los acuerdos del Consejo de Familia no son ni vinculantes en el ámbito societario ni oponibles frente a la persona jurídica, pueden tener una gran influencia.

En conclusión, el acuerdo respecto al nombramiento del hijo de W y el cese de Y en el ámbito de los órganos familiares no vincula a los societarios, siendo imprescindible, para que tenga efectos en el ordenamiento de la persona jurídica, que dicha decisión se adopte por la junta general de accionistas.

3. Breve reseña respecto al proceso de salida a bolsa de una sociedad

La salida a bolsa de una sociedad, como la de ABCD S.A., ha de llevarse a cabo a través una Oferta Pública de Suscripción (en adelante, OPS) o a través de una Oferta Pública de Venta (en adelante, OPV). Por tanto, ambas sirven para que la sociedad que las lleve a cabo adquiera la condición de cotizada, a través de la incorporación de accionistas que compren o suscriban las acciones, o mediante la reducción de la participación de control de un accionista (Sánchez Calero, y otros, 2019c). Además, ambas son operaciones de mercado primario (CNMV, 2020) que se definen como «toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente

información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen» (artículo 35 del TRLMV).

Al respecto de las diferencias entre ambas operaciones se ha de señalar que mientras en una OPV el capital social sigue siendo el mismo, solo cambia de manos – total o parcialmente – en el caso de una OPS se produce una ampliación del mismo por lo que se reduce el porcentaje de participación de los accionistas antiguos (CNMV, 2020).

Cuando una sociedad realiza una OPV u OPS dirigida al público en general (CNMV, 2020), como la que llevó a cabo la sociedad ABCD, se le exige –como requisito previo– el depósito de las cuentas anuales ante la CNMV y la transmisión al público de la información previa de carácter corporativo (Miramón Durá, y otros, 2016). Esta ha de poseer las características de ser «fidedigna, suficiente, efectiva, actualizada e igual para todos» (SAP Valencia de 29 de diciembre de 2014 (ECLI: ES:APV:2014:4213)). Este deber específico y especial de información se ha de cumplir mediante la publicación de un documento denominado folleto informativo que es confeccionado por el emisor y, posteriormente, aprobado y registrado por la CNMV. A través del mismo, los inversores –especialmente los no cualificados– obtienen «los elementos de juicio, necesarios y suficientes, para decidir la suscripción de acciones» por lo que se convierte en un «instrumento necesario e imperativo» (SAP Valencia de 29 de diciembre de 2014 (ECLI: ES:APV:2014:4213)). Con la implantación de esta herramienta se da cumplimiento a uno de los principios informadores de la normativa del mercado de capitales esencial para que las decisiones de inversión se tomen con pleno conocimiento de causa: el principio de información.

4. Responsabilidad penal y civil de los administradores

La responsabilidad de los administradores – tanto penal como civil – surge cuando estos actúan como órgano social y el acto desencadenante de la misma se lleva a cabo mientras el administrador ejerce su cargo como tal (García González, 2008).

A lo largo de este apartado, se realizará un análisis de ambas responsabilidades respecto de los administradores de ABCD S.A. En primer lugar, se estudiará la responsabilidad penal. Esta surge cuando el administrador, además de ostentar dicho cargo, desarrolla una acción u omisión contributiva a la realización del tipo delictivo, es decir, deberá realizar algún acto de ejecución material que contribuya al resultado típico (STS de 15 de octubre de 2018 (ECLI: ES:TS:2018:4033)). Para efectuar dicho análisis se hará una separación entre las conductas llevadas a cabo por el administrador X, las de Y y las del resto de administradores. En segundo lugar, se analizará la responsabilidad civil conjuntamente para todos los administradores de la sociedad ABCD. Este tipo de responsabilidad surge cuando del hecho realizado se deriven daños o perjuicios, que deberán ser reparados.

4.1. Responsabilidad penal del administrador X

El administrador X de ABCD S.A. fue el responsable de la salida a bolsa de la misma, gracias a la elevada confianza que el resto de los miembros del Consejo de Administración depositaban en él. Esta condición fue aprovechada para realizar diversas conductas que son constitutivas de actos delictivos. En primer lugar, el hecho de falsear

las cuentas de la sociedad escondiendo pérdidas derivadas de su mala gestión resulta constitutivo del delito especial propio recogido en el artículo 290 del Código Penal¹¹ (en adelante, CP). En segundo lugar, y derivado del hecho anterior, incluir información inexacta en el folleto informativo relativa a la situación económico-financiera de la sociedad, supone la comisión de un «fraude de inversores» tipificado en el artículo 282 *bis* del CP. En tercer y último lugar, el acto de hacer suyos fondos de la sociedad supone un delito de apropiación indebida del artículo 253 del CP. A continuación, se analizarán, en mayor profundidad, cada uno de ellos en el orden indicado.

4.1.a) Delito de falseamiento de cuentas societarias

El artículo 290 del CP, en el cual se encuadra la acción de falsear las cuentas realizada por el administrador X, castiga a:

Los administradores, de hecho, o de derecho, de una sociedad constituida o en formación, que falsearen las cuentas anuales u otros documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad, de forma idónea para causar un perjuicio económico a la misma, a alguno de sus socios, o a un tercero, serán castigados con la pena de prisión de uno a tres años y multa de seis a doce meses. Si se llegare a causar el perjuicio económico se impondrán las penas en su mitad superior.

Este precepto recoge «una modalidad de falsedad consistente en alterar los balances y cuentas anuales o cualquier otro elemento que deba reflejar la situación jurídica o económica de la sociedad» (AAN de 11 de mayo de 2017 (ECLI: ES:AN:2017:329A) y SAP Jaén de 2 de mayo de 2003 (ECLI: ES:APJ:2003:686)) con el objetivo de causar un perjuicio patrimonial a la propia sociedad, a alguno de los socios o a un tercero (Lledó Benito, 2017 pág. 326). Esta conducta implica el incumplimiento de los deberes de diligencia y lealtad, los cuales obligan a los administradores divulgar información veraz sobre la sociedad (STS de 4 de marzo de 2020 (ECLI: ES:TS:2020:809)). En el caso de ABCD S.A. se verifica esta infracción al aprobar unas cuentas que no reflejaban la realidad sobre la situación de la compañía con el consiguiente perjuicio para los futuros accionistas.

La titular de los bienes jurídicos e intereses protegidos por el artículo 290 del CP es la sociedad o comunidad en su conjunto ya que, a través de las actuaciones tipificadas en este precepto, no se dañan bienes privativos de una persona en concreto ni tampoco del Estado, sino que lo que se lesiona es la fe en el tráfico y en la actividad empresarial de la sociedad (STS de 29 de julio de 2002 (ECLI: ES:TS:2002:8984)). Esta protección se justifica en el hecho de que la falsificación de documentos mercantiles provoca una distorsión en la información, la cual amenaza seriamente el sistema económico al generar grandes y graves riesgos de desestabilización del mismo (AAN de 11 de mayo de 2017 (ECLI: ES:AN:2017:329A)).

El artículo 290 del CP recoge un delito especial propio. Este hecho implica que, para ser autor del mismo, se requiere una condición en el sujeto activo: ser administrador de la sociedad. Dicha exigencia se deriva de que los administradores tienen un especial deber de certificar la situación jurídica y económica de la sociedad (AAN de 11 de mayo de 2017 (ECLI: ES:AN:2017:329A)). De hecho, ellos son los encargados de aprobar las cuentas de la empresa y velar porque efectivamente reflejen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa en consonancia con lo

¹¹ Ley Orgánica (en adelante, LO) 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal

dispuesto en el artículo 34.2 del Código de Comercio¹² (en adelante, CCom). Como consecuencia de lo anterior, todos los miembros del Consejo de Administración de ABCD S.A. podrían resultar autores de este delito

A pesar de que existe una cierta discusión doctrinal respecto a si dicho requerimiento implica necesariamente que el posible autor tenga la condición de administrador de derecho o si basta con ser administrador de hecho, el caso propuesto para estudio no ofrece dudas al respecto. La razón es que todos los administradores de ABCD S.A. ejercen «funciones de representación o de gestión conforme a la normativa mercantil» (Lledó Benito, 2017 pág. 87) y han sido designados por la Junta General para ello, por lo que son administradores de derecho.

No obstante, la posición de administrador, a pesar de ser una condición necesaria, no es suficiente para ser considerado autor del delito recogido en el artículo 290 del CP. La razón es que se excluye la responsabilidad, en virtud del artículo 237 del TRLSC, de los que no hubiesen intervenido en la adopción o ejecución del acuerdo que causó el delito, desconociesen su existencia o, «conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente» a él. Por tanto, si las cuentas de ABCD S.A. hubieran sido falseadas, pero X hiciese todo lo posible –hecho que no ocurrió – para que ofrecieran una imagen veraz podría excluirse su responsabilidad penal.

En conclusión, el administrador X resulta autor del delito recogido en el artículo 290 del CP puesto que cumple todos los requisitos que este exige.

4.1.b) Delito de «fraude de inversores» o «estafa de inversores»

El artículo 282 *bis* del CP recoge un delito específico del ámbito del mercado de valores denominado «fraude de inversores» o «estafa de inversores». A pesar de que ambos términos son sinónimos, una parte de la doctrina prefiere emplear la primera denominación en lugar de la segunda a fin de evitar la posible confusión con el delito de estafa genérica (Lledó Benito, 2017 pág. 34).

Los hechos realizados por el administrador X suponen, también, el incumplimiento del artículo 282 *bis* del CP, el cual dispone que:

Los que, como administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, falsearan la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio, serán castigados con la pena de prisión de uno a cuatro años, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 308 de este Código.

En el supuesto de que se llegue a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los activos financieros o acreedor, se impondrá la pena en la mitad superior. Si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad, la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses.

¹² Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

Es necesario hacer un matiz respecto a la posible comisión de este delito en el caso propuesto para análisis dado que, en el relato fáctico, no se hace referencia alguna ni al folleto informativo, de obligada publicación cuando una sociedad va a salir a bolsa, ni tampoco al hecho de que la información contenida en el mismo fuese falsa. Sin embargo, teniendo en cuenta que sí se menciona, y explica, que las cuentas fueron maquilladas por X para crear un «espejismo de beneficios y buenaventura económica totalmente inexistentes», es fácilmente deducible que la información del folleto informativo, de existir, tampoco reflejaría la situación real de la sociedad. Por ello, se considera oportuno estudiar y analizar la posible responsabilidad penal del administrador X por la comisión del delito tipificado en el artículo 282 *bis* del CP.

El objetivo que persigue este precepto es penar aquellos comportamientos que puedan conducir a potenciales inversores a tomar decisiones económicas que, de haber conocido la verdadera situación de la empresa, no hubiesen adoptado. Resulta evidente que, en el caso de ABCD S.A., si los inversores conociesen la existencia de pérdidas en lugar del escenario de buenaventura económica que se preveía en las cuentas anuales maquilladas, no hubieran realizado el contrato de suscripción de acciones.

Dicho propósito busca la satisfacción de uno de los pilares básicos de la normativa del mercado de capitales: la protección de los inversores, incluso antes de que puedan resultar perjudicados (AAN de 11 de mayo de 2017 (ECLI: ES:AN:2017:329A)). Para lograrlo, es fundamental la divulgación de información veraz por lo que dicho principio básico se vería quebrado tanto si se alteran los datos como si se ocultan los relevantes¹³, como en el caso que nos ocupa (Martínez-Buján Pérez, 2019 págs. 349-350). Por ello, la acción constitutiva de delito consiste en «falsear la información económico-financiera»¹⁴, independientemente de quien la publique o difunda (STS de 22 de julio de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:2499)). Además, hay que tener en cuenta el *animus* del autor cuando realiza la falsedad ya que se requiere que actúe con la intención de captar inversores o depositantes, y eso era lo que pretendía el administrador X con su modo de actuar, con el objetivo último de conseguir beneficio personal propio.

Al igual que en el delito de falseamiento de cuentas societarias, el de «fraude de inversores» también es especial propio debido a que se requiere la condición de administrador para poder ser sujeto activo del mismo. La diferencia con el tipo delictivo anterior es que, en este caso, no basta con ser administrador de una sociedad, sino que la misma ha de ser emisora de valores, requisito que se cumple respecto al administrador X.

Por último, se considera un delito de peligro abstracto ya que no se requiere que se consiga el objetivo pretendido con la conducta (AAN de 11 de mayo de 2017 (ECLI: ES:AN:2017:329A)), por lo que la consumación del mismo se produce en el momento en que se falsean las cuentas con ánimo de captar inversores (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 351). Si el objetivo se consiguiese, conllevaría una agravación de la pena por lo que X será castigado con el agravante puesto que no sólo falseó la información, sino que además consiguió el propósito de captar inversores.

¹³ Al castigar el acto de ocultar datos relevantes se sanciona un acto concluyente, por lo que no podría considerarse un caso de comisión por omisión (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 350).

¹⁴ Por «falsear» hay que entender cualquiera de las falsedades descritas en el artículo 390.1 del CP, siendo la falsedad ideológica recogida en el número 4º de dicho precepto (faltar «a la verdad en la narración de los hechos») la que mejor se ajusta al injusto tipificado en el delito del artículo 282 *bis* (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 349).

En conclusión, X resulta también autor del delito de «fraude de inversores» con el agravante de conseguir el objetivo pretendido puesto que, como se acaba de analizar cumple todos los requisitos.

4.1.c) Delito de apropiación indebida

La tercera conducta delictiva realizada por X consiste en adueñarse de fondos de la sociedad. Dichos actos, que fueron realizados en el marco de un abuso de confianza, pueden encuadrarse en el delito de apropiación indebida de dinero¹⁵ regulado en el artículo 253 del CP (González Cussac, 2019 pág. 432).

El bien jurídico protegido en el delito de apropiación indebida es, con carácter general, la propiedad¹⁶. Sin embargo, cuando su objeto material es dinero no es posible afirmar que lo que se protege es la propiedad, puesto que el que lo ha recibido, independientemente de cuál sea el título por el cual lo ha obtenido, no tiene la obligación de devolver exactamente esas monedas y /o billetes, sino que ha de entregar la cantidad de que se trate (González Cussac, 2019 pág. 433). Por ello, en estos casos, lo que resulta protegido es el derecho al valor que el dinero entregado representa (González Cussac, 2019 pág. 433).

Los requisitos que han de verificarse en este delito, cuando el objeto material del mismo es dinero u otras cosas fungibles, son los siguientes:

- a. Que el autor reciba el dinero en virtud de un contrato de depósito, comisión, administración o cualquier otro del cual nazca la obligación de devolver igual cantidad de la misma especie y calidad (SSTS de 31 de octubre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3515); de 30 de octubre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3425); de 5 de junio de 2017 (ECLI: ES:TS:2017:2268), entre otras). Este hecho supone que el autor del delito ha de ostentar una posición de confianza respecto al sujeto que realiza la entrega, lo cual provoca que sea un delito especial. Esta posición de confianza es precisamente la base de todos los delitos cometidos por X en el ámbito de la sociedad ABCD puesto que, si el resto de los administradores no otorgasen semejante credibilidad a los actos que él realizó, probablemente no hubiera podido cometer ninguno de los tipos delictivos. Por tanto, teniendo en cuenta dicha posición de confianza y que el administrador X tuvo acceso y a su disposición, en virtud de un contrato de administración, el dinero de ABCD S.A., se verifica este primer requisito en el caso propuesto para estudio.
- b. Que el autor ejecute un acto de disposición sobre el dinero, dándole un destino definitivo que no es el que se había previsto (SSTS de 31 de octubre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3515); de 30 de octubre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3425); de 5 de junio de 2017 (ECLI: ES:TS:2017:2268), entre otras). La jurisprudencia exige «que se haya superado lo que se denomina el “punto sin retorno”, es decir que se constate que se ha alcanzado un momento en que se aprecie una voluntad definitiva de no

¹⁵ Esta figura siempre ha generado discusiones, tanto doctrinales como jurisprudenciales, por su naturaleza fungible, y algunos sectores son partidarios de encajar estos supuestos en el delito de administración desleal regulado en el artículo 252 del CP. Sin embargo, y a pesar de que un sector de la doctrina sigue en contra de aceptar que se pueda cometer apropiación indebida sobre el dinero, la reforma del CP operada por la LO 1/2015, de 30 de marzo, ha delimitado la cuestión haciendo referencia a ello ya en la Exposición de motivos: «la reforma se aprovecha asimismo para delimitar con mayor claridad los tipos penales de administración desleal y apropiación indebida» (STS de 2 de marzo de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:826)).

¹⁶ Hecho unánimemente aceptado por la doctrina española (González Cussac, 2019 pág. 433).

entregarlo o devolverlo o la imposibilidad de entrega o devolución»¹⁷ (STS de 26 de enero de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:213)). En el caso de ABCD S.A., al realizar el administrador X actos de disposición sobre los fondos de la sociedad sin contrapartida para la misma y dándoles un destino definitivo, pues ya gastó parte o todo el dinero, supone el cumplimiento del segundo de los requisitos.

- c. Que, a consecuencia del acto de disposición, se cause un perjuicio en el sujeto pasivo. En el caso de ABCD S.A., la existencia de ese daño se desprende de la ausencia de contrapartida para la misma. Por tanto, se cumple el tercero de los elementos del tipo del artículo 253 del CP.

En conclusión, los hechos relatados en el caso objeto de estudio encajan dentro de los elementos del tipo objetivo del artículo 253 del CP por lo que el administrador X cometió un delito de apropiación indebida al adueñarse de fondos de la sociedad ABCD para obtener beneficio personal (comprarse un deportivo rojo).

4.1.d) Análisis de posibles situaciones concursales

Finalmente, cabe hacer una breve referencia a las posibles situaciones concursales que pueden tener lugar entre los preceptos que X ha infringido con su conducta.

En primer lugar, se ha de analizar la relación del artículo 282 *bis* con respecto al artículo 290. Aunque ambos se refieren a un delito de falsedad, el primero recoge una conducta específica del ámbito del mercado de valores mientras que el segundo se refiere a un acto de falsedad documental (Lledó Benito, 2017 pág. 28). Además de esta diferencia, el *animus* del autor tampoco es el mismo, puesto que el delito del 282 *bis* requiere una intención de captar inversores mientras que el del 290 necesita de la idoneidad de causar un perjuicio a la sociedad, a los socios o a un tercero (Lledó Benito, 2017 págs. 326-327).

Una vez se han mencionado las diferencias fundamentales entre ambos preceptos, hay que realizar un análisis sobre si el artículo 282 *bis* del CP constituye ley especial respecto al artículo 290, cuestión acerca de la que existe cierta discusión doctrinal. La relación de especialidad entre dos preceptos exige que la ley especial – en este caso, sería el artículo 282 *bis* – contenga todos los presupuestos de la ley general – en este caso, el artículo 290 – más otro u otros que la singularicen (Lledó Benito, 2017 pág. 325). Como hemos mencionado anteriormente, el artículo 290 – ley general – exige que la idoneidad para causar un perjuicio, condición que no requiere el delito de fraude de inversores. Por tanto, la ley especial no contendría todos los presupuestos de la ley general más otros que la individualicen respecto a esta, por lo que se puede concluir que no se cumple la relación de especialidad.

Derivado de que no se cumple la relación de especialidad, ni tampoco puede considerarse que tengan cabida en la relación de estos dos preceptos los principios de subsidiariedad o consunción, la situación concursal ha de solucionarse a través del principio de alternatividad (Artículo 8 del CP). Este dispone que el precepto penal más

¹⁷ Este carácter definitivo que se observa en la apropiación indebida es el criterio diferenciador adoptado, tanto por la reforma del CP como por la más reciente doctrina jurisprudencial, respecto a la figura de administración desleal. Mientras en el primero se produce una disposición de los bienes con carácter definitivo en perjuicio de su titular, en el segundo se da un hecho abusivo de los bienes en perjuicio del titular, pero sin pérdida definitiva de los mismos (STS de 2 de marzo de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:826)).

grave excluirá los que castiguen el hecho con pena menor (Artículo 8. 4ª del CP), por lo que, en la relación concursal que se está analizando, se aplicará el artículo 282 *bis*.

En segundo lugar, entre el delito de apropiación indebida y el de fraude de inversores concurre un concurso real (Artículo 73 del CP) puesto que la naturaleza de ambos delitos y los bienes jurídicos que se protegen son diferentes.

4.2. Responsabilidad penal del administrador Y

El administrador Y fue el único miembro del Consejo de Administración de ABCD S.A. que se dio cuenta de la conducta llevada a cabo por X. Sin embargo, en lugar de denunciar estos actos decidió aprovechar este conocimiento para obtener beneficio personal. Para ello, en primer lugar, compró acciones de la sociedad como inversor anónimo y las vendió el mismo día que ABCD S.A. salió a bolsa. En segundo lugar, elaboró un informe en el cual relataba la realidad acerca de la situación económico – financiera de ABCD S.A. que, más tarde, difundió de manera indeterminada.

Como consecuencia de estos actos, el administrador Y será castigado penalmente. En primer lugar, cometió el delito de falseamiento de cuentas (Artículo 290 del CP) por inobservancia de sus deberes de vigilancia y denuncia de las actuaciones de X. En segundo lugar, resulta autor del delito de fraude de inversores (artículo 282 *bis* del CP). En tercer lugar, cometió el delito de abuso de información privilegiada (artículo 285 del CP). En cuarto lugar, se verifica la comisión del delito de revelación de información privilegiada (Artículo 285 *bis* del CP). Por último, se hará una breve reseña respecto a las situaciones concursales que se dan entre los cuatro delitos de los que resulta autor.

4.2.a) Delito de falseamiento de cuentas societarias

El administrador Y ostenta la misma responsabilidad que X respecto al delito del artículo 290 del CP a causa de la omisión de las facultades de supervisión y control que le son exigidas en su condición de administrador. Este hecho, junto al carácter solidario de los acuerdos adoptados en el ámbito del Consejo de Administración, le convierte en autor de este delito, al igual que el resto de los administradores, salvo que pruebe que no ha participado en la reunión en la que se aprobaron las cuentas anuales (Artículo 237 del TRLSC).

4.2.b) Delito de «fraude de inversores» o «estafa de inversores»

El administrador Y resulta autor del delito de fraude de inversores tipificado en el artículo 282 *bis* en el caso de que no pruebe que no ha participado en el acuerdo del Consejo de Administración que dio lugar a la inclusión de la información falsa en el folleto informativo (Artículo 237 del TRLSC). Teniendo en cuenta que se ha concluido su autoría respecto al delito de falsedad de las cuentas anuales y que hemos derivado la falsedad de la información contenida en el folleto informativo de la de las cuentas anuales, podría concluirse también su condición de autor respecto a este delito.

4.2.c) Delito de abuso de información privilegiada

Este delito se encuentra regulado en el artículo 285 del CP y castiga a quien realice «actos de adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero, utilizando información privilegiada», así como a quien recomendar a un tercero el uso de la misma

para alguno de esos actos¹⁸. El objetivo último de esta regulación es evitar que haya operadores en el mercado de valores que dispongan de información a la cual otros inversores no tienen acceso. La consecuencia de este objetivo es que el delito se configura como de mera actividad y peligro porque, para su comisión, no se exige que se produzca un resultado de lesión, sino que basta con realizar alguno de los mencionados actos si se posee información privilegiada (Liñán Lafuente, 2019 pág. 4).

La información privilegiada constituye el objeto material del delito. La definición respecto a lo que se entiende por ese tipo de información se encuentra recogida en el artículo 7.1. del Reglamento sobre abuso de mercado¹⁹. A pesar de que en dicho precepto se enumeran los diferentes tipos de información que pueden considerarse que tienen el carácter de privilegiado, a los efectos que para el estudio del caso interesan se puede establecer que se considera información privilegiada aquella «de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos»²⁰.

De dicha definición se pueden extraer las características que han de tener la información para que sea considerada de carácter privilegiado que serían las siguientes:

- A. «Que no sea pública», es decir, que no esté accesible a cualquier persona interesada en la misma (Liñán Lafuente, 2019 pág. 3).
- B. «Que sea de carácter concreto», lo cual implica que ha de permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que su difusión podría tener en los precios de los instrumentos financieros, de los contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o de los productos subastados basados en derechos de emisión (Liñán Lafuente, 2019 pág. 3).
- C. «Que se refiera directa o indirectamente a uno o varios inversores o instrumentos financieros o sus derivados», es decir, que verse sobre hechos o circunstancias concretas que afecten a inversores o productos financieros, lo que supone que no se incluyen noticias macroeconómicas que puedan afectar al mercado en general: cambios de regulación, variación de tipos, cambios políticos, entre otros (Liñán Lafuente, 2019 pág. 3).
- D. «Que sea idónea para influir de manera apreciable sobre los precios de los instrumentos financieros o sus derivados» (Liñán Lafuente, 2019 pág. 4), lo que

¹⁸Esta conducta delictiva ya se encontraba tipificada en el CP si bien su regulación ha sido modificada por la LO 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la LO 10/1995, de 23 de noviembre, del CP (en adelante, LO 1/2019, de 20 de febrero), que ha traspuesto la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (en adelante, Directiva sobre abuso de mercado). Como consecuencia de esta modificación se ha producido una expansión del ámbito de punibilidad de las acciones relacionadas con el uso o la revelación de información privilegiada que ya se encontraban reguladas en el artículo 285 del CP (Liñán Lafuente, 2019 pág. 2)

¹⁹ Reglamento UE 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado.

²⁰ En la categoría de instrumentos financieros se engloban, entre otros, valores negociables, instrumentos del mercado monetario, participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva, contratos de opciones o futuros (artículo 4.1.15) de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (en adelante, MiFID II) y Anexo del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, TRLMV)).

sucede cuando la misma sea el motivo por el que un inversor razonable toma una decisión. Además, ha de tener la capacidad de alterar los precios de los valores negociables ya que, si no tiene dicha cualidad, «la información no sirve para nada» y, por tanto, no constituiría el objeto material de este delito (AAN de 5 de febrero de 2018 (ECLI: ES:AN:2018:33A)²¹). En definitiva, la información sólo cumplirá este requisito si es idónea para influir en el valor de cotización independientemente de que esa variación se produzca o no.

En el caso objeto de análisis es evidente que los datos relativos a la situación patrimonial de ABCD S.A., que únicamente descubrió Y, cumplen con las características de información privilegiada al no ser datos disponibles a la generalidad de los inversores, ni haber sido comunicados al registro oficial de información relevante de la CNMV. Además, es de carácter concreto debido a que el administrador Y pudo haber imaginado los efectos que su difusión tendría sobre el precio de las acciones de ABCD S.A. ya que, de hecho, esa circunstancia constituye la base de sus actuaciones con el propósito de obtener beneficio propio. Por último, resulta idónea para modificar sustancialmente el precio de las acciones, hecho conocido y aprovechado por Y, y que, finalmente, se comprobó a través de la caída en picado del precio de las acciones.

Una vez delimitado claramente el concepto de información privilegiada, que constituye el objeto material del tipo delictivo sancionado en el artículo 285 del CP, es preciso establecer cuál es el bien jurídico protegido. A él se refiere la Exposición de motivos de la LO 1/2019, de 20 de febrero, cuando menciona que el mismo «no se configura tanto en atención al contenido patrimonial o al propio orden socioeconómico, como a la integridad de los mercados y la confianza de los inversores que actúan en ellos». En un sentido similar, la opinión mayoritaria de la doctrina coincide en definirlo como un «objeto jurídico supraindividual difuso que consiste en un correcto funcionamiento del mercado de valores caracterizado en concreto por el respeto al principio de igualdad de oportunidad de los inversores» (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 379), fundamental para mantener la confianza de los inversores en el mercado bursátil. Esta es asimismo la posición defendida en la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante, STJUE) de 23 de diciembre de 2009, Spector C-45/08 (ECLI:EU:C:2009:806).

De la delimitación del bien jurídico protegido, se puede extraer, a su vez, el sujeto pasivo del delito que es el colectivo integrado por todos los inversores que se ven perjudicados por no tener acceso a la información privilegiada. En el caso de la sociedad ABCD, ese grupo estaría integrado por todos aquellos sujetos que realizaron el contrato de suscripción de acciones de ABCD S.A.

A continuación, es preciso analizar el sujeto activo de este delito. De nuevo nos encontramos ante un delito especial propio debido a que, para poder ser autor del mismo, se requiere un acceso reservado a la información considerada privilegiada, que poseerán los miembros de «los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión»²²; los que participen en su capital; los que conozcan dicha información debido al «ejercicio de actividad profesional o empresarial, o en el desempeño de sus funciones»; y los que tengan conocimiento de la

²¹ A pesar de que en esta sentencia no se aplica regulación vigente, en el aspecto por el cual se cita sigue siendo aplicable al caso.

²² Podrían ser autores del delito todos aquellos considerados como *insider* societario que incluye a los administradores, directivos y demás personas de la sociedad emisora (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 385).

misma a través de la comisión de un delito (artículo 285.4 del CP). El administrador Y cumple con la condición especial que se requiere para ser sujeto activo del mismo ya que es miembro del Consejo de Administración de ABCD S.A. y, por tanto, un *insider* societario de la sociedad emisora del caso objeto de análisis.

En cuanto a la acción típica del delito, existen dos modalidades. La primera de ellas se podría subdividir, a su vez, en dos. El primer subtipo consiste en «incumplir la obligación de realizar cualquier tipo de operación sobre valores negociables sobre los que se disponga de información privilegiada» (SAN de 17 de julio de 2008 (ECLI: ES:AN:2008:4419)). El segundo subtipo se refiere a la cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero basándose en dicho tipo de información, como, por ejemplo, si se había emitido una orden antes de poseer la información y, tras la obtención de la misma, se modifica o se cancela (Liñán Lafuente, 2019 pág. 6).

La segunda modalidad de acción de este delito consiste en la inducción a un tercero a la realización de alguno de los actos típicos mencionados anteriormente (Liñán Lafuente, 2019 pág. 6).

En el caso objeto de análisis, el administrador Y, comete la primera modalidad al adquirir acciones de ABCD S.A. bajo la condición de inversor anónimo y emplear, para ello, la información privilegiada de la que disponía.

A pesar de que existen diferentes formas de cometer el delito de abuso de información privilegiada todas tienen en común el hecho de ser imposibles de realizar a través de una omisión, por lo que sólo cabe cometerlo a través de una acción. Además, cada una de dichas modalidades constituye una unidad delictiva por lo que si el autor «por una parte, usa la información reservada y, por otra parte, la suministra a un tercero para que éste a su vez la explote, ejecuta dos delitos» (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 390).

Sin embargo, realizar la conducta típica, en cualquiera de sus modalidades, es condición necesaria pero no suficiente para ser autor de este delito ya que se requiere la concurrencia de cualquiera de las siguientes circunstancias añadidas (Artículo 285, apartado 1 del CP):

- a. Que el autor obtenga un beneficio, para sí o para un tercero, o cause un perjuicio superior a quinientos mil euros²³.
- b. «Que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros» sin que haya que demostrar la existencia de ningún perjuicio.
- c. Que se cause un «grave impacto en la integridad del mercado». Esta circunstancia tiene el inconveniente de que no delimita el parámetro para determinar qué se considera un impacto grave en el mercado. Este, puede ir, según por quien sea interpretado el precepto, desde causar una crisis generalizada como la de 1929 o 2008, hasta considerar suficiente que el mercado sufriera alteraciones anormales en la cotización de los instrumentos financieros (Liñán Lafuente, 2019 pág. 6).

En el caso objeto de análisis nos encontramos con el inconveniente, a la hora de precisar la concurrencia de estas circunstancias añadidas, de no disponer del dato de los beneficios obtenidos por Y con sus actuaciones. Sin embargo, de la expresión recogida

²³ Lo que se tiene en cuenta es alcanzar el importe de quinientos mil euros independientemente de que sean para el autor, para un tercero o que la suma se alcance entre lo que obtenga cada uno de ellos, o, incluso, que se llegue a la misma evitando pérdidas (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 393)

en el caso, según la cual «esta situación le produjo unos beneficios tan altos al administrador Y que decidió él también comprarse un deportivo rojo» se infiere que esos «beneficios tan altos» son superiores a quinientos mil euros. La consecuencia de esta suposición es que el administrador Y cumple, al menos, una de las circunstancias por lo que se verifica también este requisito. Nada obsta a que la segunda circunstancia también se verifique, pero, respecto a ello, no tenemos ningún indicio en el texto del caso. Al respecto de la tercera circunstancia se considera que no tiene lugar puesto que la alteración del mercado en el caso propuesto se produce con la revelación de la información, no con el uso de la misma, hecho que será analizado posteriormente en el apartado dedicado al artículo 285 *bis*.

Las circunstancias anteriores son las que marcan el momento consumativo del delito. En el caso definido en la letra a) el delito será perfecto cuando se produzca la variación de la cotización de los valores (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 394). En el caso de la letra b) la consumación tendrá lugar en el momento en que se realizan los actos de negociación con independencia del resultado que se derive de los mismos (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 395). Por último, en el supuesto de la letra c) el delito se entenderá consumado cuando se entienda que se produjo el impacto grave en el mercado (Liñán Lafuente, 2019 pág. 7). Por tanto, en el caso del administrador Y se entenderá que el delito se ha consumado cuando las acciones han perdido más del 90% de su valor.

Seguidamente, el artículo 285.2 del CP recoge dos tipos cualificados en los que no se incluye la conducta de revelación de información privilegiada llevada a cabo por Y puesto que no es un sujeto que se dedique habitualmente a ese tipo de operaciones, sino que los actos realizados han sido puntuales. Además, se entiende que el perjuicio que ha causado no es de notoria importancia, aunque este es un concepto jurídico indeterminado cuyo contenido ha de ser precisado por la jurisprudencia²⁴ (García Sanz, 2012 pág. 67). En el apartado 3 del artículo 285 del CP se recoge otra circunstancia agravante que tampoco se verifica en el caso del administrador Y, pues este no es «trabajador o empleado de una empresa de servicios de inversión, entidad de crédito, autoridad supervisora o reguladora, o entidad rectora de mercados regulados o centros de negociación». Por último, en el apartado 5 se recoge una atenuante para los casos de sujetos que usen la información sin tener acceso reservado a la misma pero dado que Y sí tenía dicho acceso debido a su condición de miembro del Consejo de Administración de ABCD S.A. no se verifica esta atenuante.

De todo lo anterior se concluye que Y es sujeto responsable del delito de abuso de información privilegiada básico tipificado en el artículo 285 del CP puesto que se verifican todos los requisitos para ser autor del mismo. Con todo no cabe olvidar que, si esos beneficios que obtuvo no llegaron a alcanzar la cifra de quinientos mil euros, no se podría considerar autor de este tipo delictivo. La razón que explica lo anterior es que no fue con su acto de adquirir las acciones basado en información privilegiada con lo que causó un grave impacto en el mercado de valores, sino con el de revelación de la misma que será analizado inmediatamente.

²⁴ Ante la falta pronunciamientos judiciales al respecto, algunos autores consideran que el perjuicio es de notoria importancia cuando supera los tres millones de euros mientras que otros, entienden que, para tener dicha condición, el perjuicio ha de superar el resultado de multiplicar por diez el importe exigido en el tipo básico, lo cual llevaría a la consecuencia se consideraría incluida en el tipo agravado aquella conducta que implicase un perjuicio de más de cinco millones de euros (García Sanz, 2012 págs. 67-68).

4.2.d) Delito de revelación de información privilegiada

El artículo 285 *bis* del CP castiga a quien revele información privilegiada «poniendo en peligro la integridad del mercado o la confianza de los inversores» lo cual es indicativo de que es un delito de peligro abstracto que no requiere que se produzca ningún resultado.

Este tipo penal se configura, por expreso deseo del legislador («fuera de los casos previstos en el artículo anterior»), como subsidiario respecto al artículo 285 del CP. Por tanto, la conducta penada en el 285 *bis* «no puede suponer comportamientos de realización de actos de negociación por persona interpuesta o recomendación del uso de dicha información a un tercero», puesto que los mismos ya se encuentran recogidos en el tipo básico del artículo 285 (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 403). A pesar de ello, sí resulta posible que se realicen dos conductas diferentes, situación en la cual estaremos ante un concurso real de delitos, es decir que, por un lado, se realicen actos de negociación o recomendación del uso de la información privilegiada y, por otro, se releve de forma indeterminada esa información (Martínez-Buján Pérez, 2019 pág. 403).

En el caso objeto de análisis, las actuaciones del administrador Y no se limitaron a la adquisición de las acciones para luego vender el mismo día de la salida a bolsa de la sociedad ABCD y obtener beneficios, sino que, además de ello, difundió esa información privilegiada. Por tanto, también resulta autor del delito penado en el artículo 285 *bis* del CP ya que se trata de un acto de revelación de información privilegiada que puso en peligro la integridad del mercado y la confianza de los inversores. Esto último resulta evidente puesto que la divulgación de ese documento supuso una reducción del precio de las acciones de más de un 90%.

4.2.e) Análisis de posibles situaciones concursales

Por todo lo expuesto anteriormente, se concluye que el administrador Y por sus actuaciones será autor de los delitos tipificados en el artículo 290, 282 *bis*, 285 y 285 *bis* del CP, aunque si bien los dos últimos se han cometido por su propia acción los dos primeros fueron cometidos por omisión. El concurso entre el artículo 290 y 282 *bis* fue analizado en el apartado referente al administrador X, de lo que resulta que será aplicado también en este caso el artículo 282 *bis*, por ser el que tiene pena más elevada²⁵.

Por tanto, responderá por un concurso real de tres delitos: el del artículo 282 *bis*, el del 285 y el del 285 *bis*, ya que se trata de diferentes hechos que provocan la comisión de varios delitos no siendo ninguno de ellos el instrumento o medio para cometer el otro.

4.3. Responsabilidad penal del resto de administradores

Una vez que se ha analizado la responsabilidad penal de los administradores X e Y, sólo resta examinar la de los otros siete miembros del Consejo de Administración, debido a su confianza en el administrador X y a su actitud pasiva, al no revisar las cuentas aprobadas. En consecuencia son autores del delito de falsedad de cuentas (artículo 290 del CP) y del de «fraude de inversores» (artículo 282 *bis*).

²⁵ *vid.* apartado 4.1.d) «Análisis de posibles situaciones concursales».

4.3.a) Delito de falseamiento de cuentas societarias

Los siete miembros restantes del Consejo de Administración, debido a su confianza en el administrador X, y pasividad al no revisar las cuentas aprobadas, resultan penalmente responsables por el delito recogido en el artículo 290 del CP, el cual ya ha sido explicado al analizar la responsabilidad penal del administrador X.

Se verifica respecto de todos ellos la condición para ser sujeto activo de este delito ya que poseen la condición de administrador y no se han opuesto a la aprobación de las cuentas anuales en la reunión del Consejo de Administración correspondiente. Debido a que en el texto del caso propuesto se hace referencia general a que el resto de los administradores «no indagaron más en las cuentas» se supone que ninguno de ellos se opuso al acuerdo y que todos participaron en su adopción, aunque, cabe tener en cuenta que, si alguno se hubiese opuesto o no hubiese intervenido en su adopción, a pesar de que finalmente se alcanzasen las mayorías necesarias para aprobar la decisión, no ostentaría la condición de autor del delito (artículo 237 del TRLSC).

Por tanto, el resto de los administradores, debido al carácter solidario de la responsabilidad de los actos del Consejo de Administración (Artículo 237 del TRLSC), ostentan respecto a este delito la misma responsabilidad que X, por no haber ejercido las facultades de supervisión y control que les correspondían y no poder escudarse en su pasividad para salvar su responsabilidad. Esta conclusión se deriva de que «el directivo que dispone, o está a su disposición el disponer, de datos suficientes» para saber que la conducta que se está llevando a cabo «crea un riesgo jurídicamente desaprobado, es responsable por omisión si no ejerce las facultades de control que le corresponden» (AAN 329/2017, de 11 de mayo de 2017 (ECLI: ES:AN:2017:329A)).

4.3.b) Delito de «fraude de inversores» o «estafa de inversores»

El resto de los administradores se encuentran en la misma situación que el administrador Y respecto de este delito por lo que, salvo que prueben que no han participado en acuerdo del Consejo de Administración que dio lugar a la inclusión de la información falsa en el folleto informativo, resultarán autores del mismo (AAN de 11 de mayo de 2017 (ECLI: ES:AN:2017:329A)). La causa, al igual que en el caso del artículo 290, es su actitud pasiva ante el acto de falsear las cuentas del administrador X.

4.3.c) Análisis de posibles situaciones concursales

El resto de los miembros del Consejo de Administración resultarían autores del delito del artículo 290 del CP y del artículo 282 *bis*. La relación concursal entre ambos, como ya ha sido explicado anteriormente, se soluciona a través de la aplicación del precepto con la pena más grave: el artículo 282 *bis*.

4.4. Responsabilidad civil de todos los administradores

El punto de partida para determinar la responsabilidad civil de los administradores de una sociedad de capital hay que fijarlo en el Capítulo V («La responsabilidad de los administradores») del Título VI («La administración de la sociedad») del TRLSC. Al igual que la responsabilidad penal, la civil exige que el acto desencadenante de la misma se haya producido mientras se ejerce el cargo. Sólo quedarían exculpados aquellos administradores que no hayan intervenido en la adopción o ejecución del acto lesivo, desconociesen su existencia o, «conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño» o se opusieron a la adopción (artículo 237 del TRLSC).

La eventual responsabilidad de los administradores surge en caso de incumplimiento de las pautas o criterios con que deben desempeñar el cargo (García de Enterría, y otros, 2019 pág. 520). Por tanto, la función esencial del régimen de responsabilidad civil es que los administradores cumplan, con la diligencia debida, los deberes que les impone el ordenamiento jurídico y que, si a través de algún incumplimiento, causan un daño, tengan la obligación de resarcirlo (Sánchez Calero, y otros, 2019b). Entre los mencionados deberes destacan el de diligencia y el de lealtad.

El primero se concreta en el hecho de actuar como un «ordenado empresario» que se cumple cuando el administrador «haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado» (artículo 226 del TRLSC). Con la implantación de estos requisitos de actuación se pretende proteger la discrecionalidad empresarial y «fomentar una cultura de innovación y una sana asunción de riesgos, positivizando así la llamada *business judgement rule*» (Aranzadi-Thomson Reuters, 2019 pág. 284) -regla procedente del Derecho estadounidense-. Esta se aplica a los actos de gestión de la sociedad, entre los que se incluyen «decisiones estratégicas y de negocio» presididas por «criterios de discrecionalidad técnica» (García de Enterría, y otros, 2019 pág. 521). Este tipo de acciones se presumen congruentes con la actitud de un ordenado empresario siempre que se cumplan determinados estándares mínimos. Por ello, no podrán dar lugar a responsabilidad alguna aunque con el tiempo se descubra que eran erróneas o incluso generen pérdidas para la sociedad (García de Enterría, y otros, 2019 pág. 521).

Por su parte, el deber de lealtad implica, en términos genéricos, actuar como un fiel representante²⁶, de buena fe y en el mejor interés de la sociedad. Además, comprende determinadas obligaciones y prohibiciones más concretas que son enumeradas en el artículo 228 del TRLSC: deber de guardar secreto; no ejercitar las facultades que se le otorgaron con fines distintos para los que le han sido concedidas; evitar conflictos de intereses²⁷ tanto propios como de personas vinculadas; y, por último, la obligación de realizar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de juicio.

A diferencia de lo que ocurre con el deber de diligencia, el incumplimiento del deber de lealtad somete a los administradores a un régimen de responsabilidad civil por los daños que causen con sus actos u omisiones, sea por dolo o culpa (Artículo 236 del TRLSC), contrarios a los deberes que les son exigibles, a la ley o a los estatutos. Las consecuencias jurídicas de dicha responsabilidad civil se traducirán en una indemnización por daños y perjuicios y /o la devolución del enriquecimiento injusto.

Al analizar el cumplimiento del deber de lealtad de los administradores de la sociedad ABCD podemos concluir lo siguiente. Con respecto al administrador X, es evidente que al falsear las cuentas y apropiarse de fondos de la sociedad dolosamente no actuó conforme a un fiel representante y en beneficio de la sociedad, sino que empleó las facultades que le habían sido otorgadas por parte de ABCD S.A., así como la confianza

²⁶ «Fiel representante o representante leal es el que orienta toda su actuación a promover y defender los intereses de las personas a las que representa y el que antepone estos intereses por encima de los suyos propios, en particular cuando unos y otros entran en conflicto» (García de Enterría, y otros, 2019 pág. 522).

²⁷ El artículo 229 del TRLSC determina que se refiere a la prohibición de realizar transacciones con la sociedad, el uso del nombre de la sociedad o invocar la condición de administrador en la realización de operaciones privadas, el uso de activos sociales con fines privados, el aprovechamiento personal de las oportunidades de negocio de la sociedad, o la obtención de ventajas o remuneraciones de terceros relativas al desempeño de su cargo.

del resto de administradores, para obtener su propio beneficio personal. Por lo tanto, no actuó conforme al deber de lealtad.

Respecto al administrador Y se concluye que tampoco actuó conforme al deber de lealtad de la sociedad dado que realizó ciertos hechos, como la difusión de un informe cuyo contenido había obtenido con razón del cargo que ostentaba en la empresa, que le supusieron una ganancia personal en detrimento del beneficio e interés societario.

Por último, con respecto al resto de administradores, se ha de tener en cuenta que el artículo 237 del TRLSC declara la responsabilidad solidaria de todos los miembros del órgano de administración²⁸ que realizó el acto o adoptó el acuerdo lesivo, salvo «de los que prueben que, no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o, conociéndola, hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente a aquél». Por ello, el resto del Consejo de Administración, al adoptar una actitud pasiva sin asumir un criterio personal propio acorde a su responsabilidad y no revisar ninguno de los actos del administrador X, tampoco ha actuado conforme a lo exigido por el deber de lealtad.

Los requisitos exigidos por la jurisprudencia para que surja la obligación de indemnizar son: que se cause un daño; que los administradores realicen un acto u omisión contrario a la ley, a los estatutos o que no se ajuste al patrón de diligencia exigible a un ordenado empresario o representante leal; y, que exista una relación de causalidad entre la conducta y el daño (STS de 7 de marzo de 2006 (ECLI: ES:TS:2006:1036) y STS de 4 de noviembre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3435))²⁹. En el caso objeto de análisis el primer requisito se cumple respecto de todos los administradores ya que, como hemos explicado, ninguno de ellos ha actuado de acuerdo con el deber de lealtad; en segundo lugar, se verifica también que se ha causado un daño puesto que es evidente ya que la sociedad ha sufrido un perjuicio patrimonial; y, por último, la tercera condición también se cumple ya que ese perjuicio ha sido causado por el comportamiento de los administradores que no han actuado con la diligencia profesional que les resulta exigible, lo que prueba la relación de causalidad entre sus actos y el daño.

En cuanto al concepto de enriquecimiento injusto se ha de señalar que su verificación requiere de una condición económica y de otra jurídica. La primera se configura como la ganancia de una parte correlativamente al empobrecimiento de la otra, mediando un nexo de causalidad entre ambas, mientras que la segunda se circunscribe a la ausencia de causa justificativa (STS de 5 de marzo de 2020 (ECLI: ES:TS:2020:729)). Estos requisitos se cumplen sólo respecto del administrador X e Y puesto que han obtenido una ganancia personal a costa de la sociedad, mientras que ello no ha ocurrido en el caso del resto de administradores.

La conclusión respecto a la responsabilidad civil de los administradores de la sociedad ABCD es que todos quedarán obligados al resarcimiento de daños y perjuicios a la sociedad. Además, X e Y tendrán que devolver lo que han obtenido de forma injusta.

²⁸ El hecho de que se declare la solidaridad respecto a la responsabilidad del órgano de administración no es sinónimo de que la misma recaiga sobre el Consejo de Administración como órgano colectivo ya que la misma tiene, en todo caso, un carácter personal y debe individualizarse para cada uno de los administradores (García de Enterría, y otros, 2019 págs. 524-525).

²⁹ Si el acto es contrario a la ley o a los estatutos, la carga de la prueba recae sobre el administrador mientras que, en caso de que el hecho sea contrario a los deberes exigidos con razón de su cargo, la prueba corresponderá a la sociedad o al socio o tercero perjudicado (Sánchez Calero, y otros, 2019).

A continuación, se analiza la manera en que esta responsabilidad se puede exigir. Esta varía en función de si lo que se lesiona son los intereses de la sociedad – se podrá entablar una acción social de responsabilidad (Artículo 238 del TRLSC) – o son los de socios o terceros –se ejecutará una acción individual de responsabilidad (Artículo 241 del TRLSC) –.

La acción social de responsabilidad tiene como presupuesto básico que el daño haya sido causado a la propia sociedad y puede ser ejercitada por la persona jurídica, por los accionistas o por los acreedores. Para que pueda ser entablada por la sociedad se necesita de un acuerdo de la Junta General que puede ser adoptado a solicitud de cualquier socio, aunque no conste en el orden del día. La simple adopción de promover la acción social conlleva la destitución de los administradores afectados.

Para los casos en que la propia sociedad no ejercite la acción en el plazo de un mes, no se convoque la Junta General en la que se decida sobre la misma tras haber solicitado la convocatoria o cuando el acuerdo de entablarla hubiera sido contrario a la exigencia de responsabilidad (Sánchez Calero, y otros, 2019b), se encuentran legitimados los socios en su condición de titulares de un interés indirecto o derivado en la defensa del patrimonio social (García de Enterría, y otros, 2019 pág. 525). Dichos socios han de representar un mínimo del 5% del capital, o del 3% en el caso de sociedades cotizadas. Además, incluso sin acuerdo de la Junta General, esos mismos socios gozan de la posibilidad de un ejercicio directo de dicha acción cuando esta se funde en la infracción del deber de lealtad, opción que deja entrever la gran importancia que el TRLSC les concede a los deberes de conducta que hemos mencionado anteriormente.

Por último, si ni la sociedad ni sus accionistas deciden ejercitar la acción, los acreedores cuentan con una legitimación como medio para lograr reintegrar el patrimonio a la sociedad y conseguir la satisfacción de sus créditos.

Tras el análisis de los deberes de conducta exigibles a los administradores y las posibles consecuencias de su infracción se puede concluir que la sociedad ABCD, dado que ha padecido el perjuicio en su patrimonio social, estaría en condiciones de ejercitar la acción social de responsabilidad prevista en el artículo 238 del TRLSC contra los administradores por haber faltado todos ellos, aunque en diferente medida, al deber de lealtad que les es exigible en virtud del artículo 227 del TRLSC.

Junto a la acción social de responsabilidad, el artículo 241 del TRLSC legitima a los socios y terceros de la sociedad que hubiesen sido perjudicados por las actuaciones negligentes de los miembros del Consejo de Administración a ejercitar la acción individual de responsabilidad por daños y perjuicios. La posibilidad de ejercitarla no es subsidiaria respecto a la que se regula en el artículo 238 del TRLSC ya que se otorga a accionistas, socios y terceros para reequilibrar su patrimonio privado (STS de 23 de mayo de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:2037)). El hecho de que los bienes o derechos perjudicados sean los del legitimado para ejercitar la acción y no los de la propia sociedad constituye la diferencia fundamental con la acción social de responsabilidad ya que los actos u omisiones que permiten ejercitarlas son idénticos (STS de 23 de mayo de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:2037)). Así, en el caso objeto de estudio los administradores de la sociedad ABCD también serían responsables civilmente frente a los inversores, que podrían exigir su responsabilidad a través de esta acción individual. De esta manera, el patrimonio personal los suscriptores de las acciones recuperaría la disminución causada por los actos de los administradores.

5. Actitud de la CNMV frente a los hechos

5.1. Concepto y funciones de la CNMV

La CNMV es un ente de Derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada (artículo 16 del TRLMV). Es considerada una autoridad reguladora e independiente³⁰ por lo que cuenta con cierta autonomía respecto de la Administración General del Estado (artículo 109 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (en adelante, LRJSP)). Las funciones principales de este organismo son la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantos intervienen en ellos, velar por la transparencia de dichos mercados y la correcta formación de precios, así como la protección de inversores a través de la promoción de la difusión de toda la información necesaria para la consecución de sus fines (Artículo 17 del TRLMV). La realización de estas funciones se proyecta, principalmente, sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores; sobre los mercados secundarios de valores; y sobre las empresas que prestan servicios de inversión e instituciones de inversión colectiva (CNMV, 2020).

El TRLMV proclama, en el ámbito de los mercados de valores, el principio de libertad de emisión, aunque con ciertas limitaciones (Belando Garín, 2016 pág. 211) ya que el principal objetivo de la institución es la protección de los inversores sin obstaculizar la canalización de los flujos financieros (Rodríguez Herrer, 2016 pág. 13). Debido a la aplicación de dicho principio, cuando una sociedad, como ABCD S.A., toma la decisión de salir a bolsa no tiene que solicitar autorización administrativa previa (artículo 33 del TRLMV) aunque sí que debe aportar y registrar en la CNMV las cuentas anuales preparadas y auditadas³¹ (artículo 36 del TRLMV y artículo 12 del 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 (en adelante, RD 1310/2005, de 4 de noviembre)), así como un folleto informativo que será publicado para que los potenciales inversores puedan conocer las características de la emisión de valores (artículo 36 del TRLMV).

El hecho de que exista la obligación de presentar las cuentas ante la CNMV no significa que la veracidad o exactitud de esa información contable quede garantizada por dicho organismo (Belando Garín, 2016 pág. 212), puesto que su potestad inspectora no incluye «facultades coercitivas de investigación» para la obtención de datos (STS de 6 de febrero de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:343)). Por tanto, el control que realiza es de mera apariencia de la legalidad. Como ha establecido reiterada jurisprudencia, la CNMV solo debe controlar el cumplimiento de aspectos formales y la suficiencia de los documentos que los operadores bursátiles pongan a su disposición (STS de 9 de octubre de 2008 (ECLI: ES:TS:2008:5070)). Por tanto, no puede concebirse la CNMV como un garante de la legalidad (STS de 16 de mayo de 2008 (ECLI: ES:TS:2008:2396)) puesto que su actuación se limita únicamente a comprobar que los documentos que le remiten no incurren en «infracciones muy graves del ordenamiento jurídico» (STS de 9 de octubre de 2008 (ECLI: ES:TS:2008:5070)).

³⁰ En esta categoría se incluye también el Banco de España.

³¹ Esta información contable se ha de elaborar conforme a la normativa que le sea de aplicación a la entidad y ser aprobada por el correspondiente control de auditoría (Belando Garín, 2016 pág. 212).

Por todo lo establecido anteriormente, no puede afirmarse que la CNMV hubiese tenido que detectar que las cuentas anuales de la sociedad ABCD, que habían sido previamente falseadas por el administrador X, no eran correctas. La razón es que este organismo, a pesar de su importante función de supervisión, no es un segundo auditor de cuentas (CNMV, 2017) y, además, su capacidad para detectar posibles inexactitudes contables es muy limitada (Belando Garín, 2016 pág. 214).

5.2. Responsabilidad por infracciones del TRLMV

El TRLMV, en su título VIII («Régimen de supervisión, inspección y sanción»), le otorga capacidad a la CNMV para sancionar por la realización de determinadas conductas que se consideran infracciones.

La responsabilidad por dichas infracciones recae en «las personas físicas y entidades» a las que, por sus funciones, les sea aplicable el TRLMV, «así como quienes ostenten cargos de administración o dirección de las mismas» (artículo 271.1 del TRLMV). En este último concepto se engloba a «administradores o miembros de los órganos colegiados de administración» así como a todas las personas que realicen funciones de alta dirección (artículo 271.2 del TRLMV). Seguidamente, el citado precepto indica que, cuando la infracción grave o muy grave cometida por la entidad venga causada por la conducta dolosa o negligente de quien ostente cargos de administración, la responsabilidad recaerá en ese sujeto.

La jurisprudencia ha precisado, a través de una delimitación negativa de esta responsabilidad administrativa, que los accionistas, mayoritarios y minoritarios, no serán responsables de las infracciones cometidas por culpa *in vigilando* o *in eligendo* ya que dicha responsabilidad no se encuentra regulada en el Derecho administrativo sancionador en el cual rige el principio de tipicidad de tal forma que no puede exigirse ni atribuirse responsabilidad sin la correspondiente cobertura legal (SAN de 6 de junio de 2008 (ECLI: ES:AN:2008:3182)). Además, los accionistas no poseen funciones de gestión en la sociedad como sí tienen los administradores.

En el caso objeto de estudio, la CNMV, tras descubrir que los datos que le habían sido entregados por la sociedad ABCD eran falsos o inexactos, debería iniciar un procedimiento sancionador a fin de investigar la situación real de la entidad y la posible comisión de infracciones reguladas por el TRLMV. Dicho procedimiento se iniciaría tanto respecto a ABCD S.A. –entidad a la que se le aplica el TRLMV por ser emisora de valores–, como respecto de los miembros de su Consejo de Administración.

5.3. Análisis de las infracciones cometidas en ABCD S.A.

En el proceso de salida a bolsa de ABCD S.A. tuvieron lugar diversos hechos que, además de dar lugar a la responsabilidad penal y civil de los administradores, anteriormente analizada, suponen la comisión de varias infracciones administrativas recogidas en el TRLMV. En este apartado se realizará un análisis de las mismas, tanto en lo que respecta a la propia persona jurídica como a sus administradores

5.3.a) Infracciones cometidas por la sociedad ABCD S.A.

Cuando en el proceso de salida a bolsa no se respetan las condiciones básicas de divulgación de la información contable y financiera de la sociedad que va a adquirir la condición de cotizada, es decir, cuando se omiten datos relevantes o se incluyen

inexactitudes o datos que induzcan a engaño, se incurre en una «infracción muy grave» (artículo 279.1 del TRLMV).

Como ya se ha explicado anteriormente³², en el caso objeto de estudio, si las cuentas fueron falseadas por el administrador X, la información divulgada y accesible para los inversores acerca de esta sociedad no representaba fielmente la situación patrimonial de la misma. Por lo tanto, se puede afirmar que, en el proceso de salida a bolsa de la sociedad ABCD S.A., se produjo una inducción al «engaño en la actividad publicitaria», a la cual se refiere el artículo 279.1 del TRLMV.

Dichas actuaciones son constitutivas de infracciones muy graves y, por tanto, se han de penar con alguno de los castigos que se recogen en el artículo 302 del TRLMV. Del conjunto de sanciones, las que la CNMV podría imponer a la sociedad ABCD son una o varias de las que mencionan a continuación.

En primer lugar, la CNMV podría imponer una multa a la sociedad ABCD (artículo 302.1 del TRLMV) cuyo importe concreto no puede determinarse en el caso objeto de análisis por no disponer de datos suficientes³³. En segundo lugar, el tipo, volumen o actividades que ABCD S.A. puede realizar en el mercado de valores puede suspenderse o limitarse durante un plazo no superior a cinco años (artículo 302.2 del TRLMV). En tercer lugar, la CNMV tiene la capacidad para suspender, durante el plazo más breve posible (CNMV, 2016 pág. 4), la negociación de los valores de ABCD S.A. en los mercados secundarios oficiales (artículo 302.3 del TRLMV)³⁴. La razón es que, a la vista de cómo acaecieron los hechos, se verifican los dos supuestos en que puede aplicarse esta medida: concurrencia de circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los correspondientes valores; o que esta medida resulte aconsejable en aras a la protección de los inversores (CNMV, 2016 pág. 4). Resulta evidente que la información falsa, o con inexactitudes, divulgada podría perturbar el normal desarrollo sobre los correspondientes valores debido a la caída en picado de su valor de cotización. Además, esta medida resulta aconsejable para que los suscriptores de las acciones de ABCD S.A. no se vean aún más perjudicados. En cuarto lugar, la CNMV podría excluir de la negociación a las acciones de ABCD S.A.³⁵ (artículo 302.4 del TRLMV) puesto que dicha sociedad no ha cumplido con las obligaciones legales en materia de remisión y publicación de la información (CNMV, 2016 pág. 5).

³² *vid.* apartado 4.1.b) “Delito de «fraude de inversores» o «estafa de inversores»”

³³ El importe de la sanción, según el artículo 302.1 del TRLMV, podría ser de hasta la mayor de las siguientes cantidades: quíntuplo del beneficio bruto obtenido o de la pérdida evitada como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; 5% de los recursos propios de la sociedad ABCD; 5% de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción; 10% del volumen de negocios total anual de la sociedad ABCD; o, cinco millones de euros.

³⁴ Esta medida se adopta, en todo caso, por el presidente o por el vicepresidente de la CNMV, a propuesta del Director General de Mercados y el proceso de suspensión se inicia de oficio, a petición del emisor o a instancia de las Sociedades Rectoras de los mercados secundarios oficiales (CNMV, 2016 pág. 4).

³⁵ La adopción de esta sanción posee un plazo máximo de resolución y notificación de tres meses desde la fecha del acuerdo de iniciación del expediente (CNMV, 2016 pág. 6) aunque dicho plazo podrá suspenderse en algunos casos muy específicos relativos a la solicitud de intervención de algún interesado, a la de informes preceptivos y determinantes o a la realización de pruebas técnicas o análisis.

5.3.b) Infracciones cometidas por todos los administradores de ABCD S.A.

En el ámbito del régimen sancionador por infracciones muy graves, la CNMV opta por lo que, algunos autores, denominan «doble sanción» (Recoder Vallina, 2019 pág. 129). Esto implica que, por unos mismos hechos, se sancionará tanto a la persona jurídica como, complementariamente, a los administradores o directores de la misma (Artículo 306 del TRLMV). La razón es que la infracción de la primera se deriva de la falta de rigor profesional de los segundos, «de tal forma que, si estos hubieran observado la diligencia exigible a una persona debidamente capacitada y preparada técnicamente para el desarrollo de sus funciones, las conductas infractoras de la entidad en que desempeñan sus funciones, no se habrían producido» (SAN de 25 de julio de 2007 (ECLI: ES:AN:2007:4084)). Este razonamiento se aplica incluso respecto de aquellos administradores que no tuvieron una conducta activa en la comisión de la infracción, ya que, «tanto en el ámbito penal como en el administrativo sancionador, es posible la exigencia de responsabilidad por la inactividad del sujeto, cuando el ordenamiento jurídico le impone una actuación positiva y, especialmente, cuando lo sitúa en posición de garante» (SAN de 30 de junio de 2006 (ECLI: ES:AN:2006:4139)). Además, cuando se produce la infracción, se aplica la presunción *iuris tantum* de que los administradores no han empleado, de forma voluntaria, todos los medios que el ordenamiento jurídico pone a su alcance para no cometerla o, al menos, para evitar que ocurra (SAN de 30 de junio de 2006 (ECLI: ES:AN:2006:4139)).

Al aplicar lo anterior al caso objeto de estudio, se concluye que todos los administradores de la sociedad ABCD incurren en responsabilidad administrativa junto a la propia persona jurídica. A pesar de ello, cabe la posibilidad de que alguno de ellos excluya dicha responsabilidad si prueba, con la aportación de hechos concretos, que actuó para tratar de que los inversores tuviesen a su disposición toda la información sobre la situación económico-financiera de ABCD S.A., de una manera fidedigna e igual para todos o que, si no lo hizo, fue por una causa de fuerza mayor o un caso fortuito (SAN de 30 de junio de 2006 (ECLI: ES:AN:2006:4139)).

A continuación, se realizará un análisis de las sanciones que pueden imponerse a los administradores de ABCD S.A., bajo la consideración de que ninguno de ellos aportó ninguna justificación de su comportamiento.

En el artículo 306 del TRLMV se enumeran las sanciones complementarias que pueden imponerse a los administradores o directores de una sociedad, cuando la que ha cometido una infracción muy grave es la persona jurídica. Del conjunto de sanciones que se recogen en el mencionado precepto, las que la CNMV podría imponer a los miembros del Consejo de Administración de ABCD S.A. son una o varias de las siguientes: multa de hasta cuatrocientos mil euros; suspensión en el ejercicio del cargo de administrador que ocupe cada uno de los infractores en la entidad por un plazo no superior a tres años; separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administrador en la sociedad por un plazo no superior a cinco años; y/o publicación en el Boletín Oficial del Estado (en adelante, BOE) de la identidad del infractor y la naturaleza de la infracción o amonestación privada.

En el caso de la sociedad ABCD se considera que todos sus administradores son responsables. A pesar de ello, se ha de precisar que no todos serán castigados con la misma sanción ya que la jurisprudencia remarca que los elementos de «acción u omisión

y culpa o intencionalidad», integrantes todos ellos de la sanción administrativa, habrán de valorarse en la graduación de la sanción (SAN de 30 de junio de 2006 (ECLI: ES:AN:2006:4139)). Por tanto, el castigo que reciba cada uno de ellos habrá de ser modulado en atención a los hechos cometidos por cada uno de ellos. La razón es que, mientras unos tuvieron una participación activa en la comisión de la infracción, como el administrador X, el resto responden por su inactividad injustificada. Así, si la CNMV decide, por ejemplo, aplicar solo la sanción de multa a los miembros del Consejo de Administración, la que corresponda a X tendrá que ser más elevada que la del resto.

5.3.c) Infracciones cometidas por el administrador Y

Simultáneamente a la comisión de la infracción que se acaba de mencionar, el administrador Y realizó una compra de acciones de ABCD S.A., bajo la condición de inversor anónimo. Con esta conducta infringió el deber de información y notificación de las operaciones por cuenta propia sobre las acciones de la sociedad para la cual ejercen su cargo, tanto a la misma, como a la autoridad competente – la CNMV–, que el artículo 230 del TRLMV y el 19 del Reglamento sobre abuso de mercado imponen a las personas «con responsabilidades de dirección»³⁶. Este deber resulta de preceptivo conocimiento para los administradores, especialmente de una sociedad cotizada, puesto que estos tienen la obligación «de conocer tanto los derechos como las obligaciones derivadas de su cargo y alta responsabilidad» (SAN de 3 de diciembre de 2018 (ECLI: ES:AN:2018:4955)).

Con la imposición a los administradores de las sociedades que operan en los mercados de valores de deberes de comunicación, como el mencionado en el párrafo anterior, lo que se pretende es dar cumplimiento al «principio de transparencia de los mercados regulados» (STS de 29 de mayo de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:1709)). Este consiste, fundamentalmente, en que todos los que operan en los mismos tengan a su alcance «una información completa y fidedigna sobre la titularidad de las acciones de las entidades emisoras de valores negociados» (STS de 29 de mayo de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:1709)).

El incumplimiento del deber de información y comunicación, supone la comisión de una «infracción permanente»³⁷ ya que la lesión al bien jurídico se mantiene desde la compra de las acciones hasta que ello finalice, por lo que la acción típica no se agota en sí misma en la adquisición de las acciones (STS de 29 de mayo de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:1709)). Además, se considera una infracción de peligro o simple riesgo por lo que, para considerar que se ha cometido, no se requiere que se hayan producido perjuicios a terceros (SAN de 3 de diciembre de 2018 (ECLI: ES:AN:2018:4955)).

La inobservancia del mencionado deber puede considerarse infracción muy grave (artículo 282 del TRLMV) o grave (artículo 295 del TRLMV) en función del *animus* del

³⁶ Bajo el concepto de «personas con responsabilidades de dirección» el Reglamento sobre abuso de mercado incluye a todos aquellos individuos que, en un emisor, en un participante del mercado de derechos de emisión o en una plataforma de subasta, subastador o entidad supervisora de la subasta tengan la condición de miembros del órgano de administración, gestión o supervisión o la de alto directivo que no es miembro de dichos órganos sociales (artículo 3.1.25) del Reglamento sobre abuso de mercado).

³⁷ Esta consideración es fundamental a la hora de analizar el cómputo de la prescripción y su definición no se contempla en la normativa del mercado de valores. Sin embargo, se puede aplicar, de forma analógica, la regulación que, respecto a ello, se recoge en el Código Penal sin infringir por ello el principio de tipicidad del Derecho administrativo sancionador (STS de 29 de mayo de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:1709)). Por tanto, el plazo de prescripción de 5 años (artículo 301 del TRLMV) empezará a contar desde que terminó la situación ilícita (artículo 132 del CP).

autor. Recibe la primera consideración cuando concurre interés de ocultación o negligencia grave. En el caso propuesto para estudio, resulta evidente que sí concurre dicho interés ya que, Y decidió realizar la compra de acciones, ocultándose en el anonimato, con el propósito de obtener beneficio propio.

Además de todos los requisitos mencionados anteriormente, para que se considere que la actuación de Y constituye una infracción administrativa muy grave, el artículo 19 del Reglamento sobre abuso de mercado dispone que el administrador tendrá que haber obtenido, dentro del año natural, un montante total, sin realizar compensaciones de cinco mil euros³⁸. Dado que en el caso objeto de análisis no se precisa la cantidad total de beneficios que obtuvo el administrador Y pueden plantearse dos situaciones. La primera se daría en el supuesto de que efectivamente el lucro obtenido por el administrador Y supere la mencionada cantidad, caso en el cual la CNMV debería sancionarlo por haber incumplido la normativa. La segunda ocurriría si el beneficio que obtenido por Y fuese inferior a cinco mil euros, en cuyo caso este individuo no podría ser castigado administrativamente a pesar de reunir el resto de los requisitos.

El administrador Y, al realizar la compra de las acciones de ABCD S.A., no solo infringió el deber de comunicación y notificación acerca de la misma, sino que, al emplear información privilegiada³⁹ para llevarla a cabo, también incumplió lo dispuesto en el artículo 14 del Reglamento sobre abuso de mercado. Este prohíbe llevar a cabo operaciones con información privilegiada, recomendar su realización a un tercero o comunicarla ilícitamente.

Añade la STJUE de 23 de diciembre de 2009, Spector C-45/08 (ECLI:EU:C:2009:806) que la comisión de cualquiera de dichas acciones prohibidas no constituye directamente una infracción sino que, solo serán castigadas aquellas que, además, perjudiquen los intereses protegidos por la normativa reguladora del mercado de valores (SAN de 12 de febrero de 2019 (ECLI: ES:AN:2019:403)). Estos intereses son, según el Reglamento sobre abuso de mercado, la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores en los mismos. Su protección quiebra cuando se altera el acceso a los mercados de valores en condiciones de igualdad para todos los participantes, hecho que ocurre cuando alguno de los mismos cuenta con información privilegiada.

En conclusión, el administrador Y, al realizar la compra de las acciones de ABCD S.A. con base en la información privilegiada, cometió la conducta prohibida en el artículo 14 del Reglamento sobre abuso de mercado. Este incumplimiento sumado a que dichos datos los conocía por su especial condición de administrador de la sociedad emisora (artículo 282.16. c) del TRLMV) y a que era conocedor de la potencialidad de la información para provocar un cambio brusco en el valor de las acciones (SAN de 12 de febrero de 2019 (ECLI: ES:AN:2019:403)) supone la comisión de una «infracción muy grave», que ha de ser sancionada por la CNMV.

Además, el artículo 282.6 del TRLMV, con relación al 227.1, dispone que también constituirá «infracción muy grave» el hecho de no comunicar la información

³⁸ Esta cifra es la fijada por el Reglamento sobre abuso de mercado a pesar de que el TRLMV establece el límite en veinte mil euros (artículo 230.1 del TRLMV). Por tanto, se da una contradicción entre la normativa nacional y europea resultando de aplicación preferente la segunda debido a la primacía del Derecho de la Unión Europea.

³⁹ Respecto al concepto de información privilegiada *vid.* apartado 4.2.c) “Delito de abuso de información privilegiada”.

privilegiada de la que se tenga conocimiento por ser miembro de los órganos de administración. Por tanto, el administrador Y, en cuanto percibió que las cuentas anuales que se habían presentado a la CNMV eran falsas debería haberlo comunicado, acto que no hizo por lo que también incurrió en esta infracción.

Finalmente, el administrador Y difundió un informe en el que se detallaba la verdadera situación económico-financiera de la sociedad ABCD, con el propósito de que los planes que había tramado le fuesen económicamente beneficiosos en su ámbito personal. Resulta evidente que, de no haberse difundido dicho informe, el precio de las acciones de ABCD S.A. no hubiera tenido la evolución que finalmente tuvo. Si bien es cierto que estos instrumentos financieros son volátiles y su valor puede sufrir variaciones, la caída de más de un 90% en el precio de las acciones respecto al del día de su salida a bolsa no resulta acorde al «comportamiento ordinario de los mercados bursátiles» (SAP Badajoz de 29 de julio de 2015 (ECLI: ES:APBA:2015:759)), sino que es fruto de las inexactitudes y/o falsedades que presentaba la información divulgada y, en la cual, los inversores habían depositado su confianza.

Del devenir de los hechos resumidos en el párrafo anterior se puede extraer que el administrador Y intervino en la libre formación de precios con el propósito de obtener beneficio personal con conciencia de los efectos que podía causar la difusión de esa información. Por tanto, también infringió lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento sobre abuso de mercado, el cual dispone que «ninguna persona manipulará o intentará manipular el mercado». Con la regulación de esta prohibición se pretende asegurar la transparencia y la igualdad de oportunidades entre los distintos inversores (STS de 31 de marzo de 2003 (ECLI: ES:TS:2003:2197)), que en el proceso de la salida a bolsa de la sociedad ABCD se quebró, al existir un inversor, el administrador Y, que disponía de más datos que el resto.

La infracción del mencionado precepto se califica como de mera actividad o riesgo abstracto ya que para verificar su comisión no exige que la manipulación haya dado lugar a una «efectiva y significativa alteración en la cotización del valor» (SAN de 20 de junio de 2019 (ECLI: ES:AN:2019:2461)), si bien es indispensable que el instrumento utilizado al efecto sea apto para alcanzar la finalidad (SAN de 6 de abril de 2006 (ECLI: ES:AN:2006:1787)). Si el resultado se llega a producir la infracción es muy grave (artículo 282.15 del TRLMV) mientras que, de no tener lugar, se calificaría como grave (artículo 295.13 del TRLMV). Ese cambio en la calificación se deriva de la noción de «alteración significativa en la cotización», concepto jurídico indeterminado para cuya concreción en el caso se ha de atender al porcentaje de variación del precio y a su duración en el tiempo (SAN de 3 de mayo de 2016 (ECLI: ES:AN:2016:1920)).

Si se aplica lo anterior a las actuaciones del administrador Y se colige que estas son constitutivas de una infracción muy grave puesto que se verifica tanto el requisito de haber manipulado el mercado como el de provocar una variación sustancial del precio de las acciones. La existencia de esta última se infiere, a pesar de no disponer de datos concretos sobre la evolución del precio de las acciones, de que este, tras la difusión del informe elaborado por Y, era inferior al 10% del valor que tenían el día de salida a bolsa.

Tras haber analizado las infracciones cometidas por el administrador Y, seguidamente se estudiará qué tipo de sanciones podría imponerle la CNMV⁴⁰. Las

⁴⁰ Estas sanciones se aplicarían al administrador Y, de forma acumulativa, a las que se analizaron en el apartado de Infracciones cometidas por todos los administradores de ABCD S.A.

conductas realizadas por Y incumplen tanto preceptos del TRLMV como del Reglamento sobre abuso de mercado por lo que la CNMV podría imponerle alguna o algunas de las sanciones que se prevén precisamente para los incumplimientos de dicha normativa europea en el artículo 302.17 del TRLMV para el caso de que el infractor sea una persona física como en este caso. En concreto, las sanciones a las que Y podría tener que hacer frente son: multa de hasta diez millones de euros por el incumplimiento de los artículos 14 y 15 del Reglamento; multa de hasta un millón de euros por la infracción de lo dispuesto en el artículo 19 del mismo texto legal; restitución de los beneficios obtenidos con las conductas infractoras; y/o amonestación pública en el BOE en la cual se indicará la persona responsable del acto y el carácter infractor del mismo.

En conclusión, la CNMV en el momento en que tiene constancia de los hechos realizados tanto por la entidad ABCD S.A. como por sus administradores tendrá que abrir un procedimiento sancionador. En él se analizarán los hechos realizados por la persona jurídica y, por sus representantes y se determinarán las infracciones cometidas por cada uno, así como las sanciones que mejor se adapten a cada caso.

6. Los contratos de adquisición de acciones

El capital social de una S.A., como la sociedad ABCD, se encuentra dividido en acciones (artículo 1 del TRLSC). Estas son títulos valores que representan una parte proporcional del mismo y que determinan la proporción en la que cada uno de los accionistas es propietario de la empresa. Las acciones suelen tener un valor nominal reducido lo cual facilita la inversión ya que posibilita la canalización del ahorro, aun cuando sea modesto, hacia las sociedades cotizadas en bolsa (Sánchez Calero, y otros, 2019a). Además, ello simplifica la obtención de financiación por parte de las empresas.

En el ámbito del mercado de valores, las acciones se califican como un instrumento de inversión que se encuentra regulado, fundamentalmente, en el TRLMV. Además, con relación a las características de las acciones se ha de señalar que estas no son un producto financiero complejo. La causa de que las acciones no reciban dicha consideración (artículo 217 del TRLMV) se basa, fundamentalmente, en dos razones. La primera de ellas es que cualquier ciudadano medio que decide invertir en bolsa se presupone que conoce que se trata de una operación en la que, independientemente del precio de suscripción, se puede ganar o perder al estar operando en un mercado que es «fluctuante o volátil por naturaleza» (Marimón Durá, y otros, 2016). La segunda es que las acciones se consideran «productos fácilmente liquidables a precios públicamente disponibles, evaluados por un sistema independiente al emisor» (SAP Valencia de 7 de enero de 2015 (ECLI:ES:APV:2015:1)). En consecuencia, el problema planteado con relación a los contratos de adquisición de acciones de la sociedad ABCD no se deriva del carácter complejo del activo adquirido, sino del incumplimiento por parte de la entidad del principio de información en el proceso de salida a bolsa.

El hecho de que las acciones sean productos financieros no complejos no excluye el deber de facilitar información a los suscriptores de las mismas⁴¹. Como se ha

⁴¹ A pesar de ello, hay que tener presente que las exigencias informativas en el caso de productos financieros complejos (participaciones preferentes, permutas financieras sobre tipos de interés, entre otros) son más elevadas. Así, mientras con relación a ellos se exigen, entre otros requisitos, una evaluación de conveniencia (Artículo 216 del TRLMV) y/o una evaluación de idoneidad (Artículo 213 del TRLMV), esto no se requiere con respecto a las operaciones con productos no complejos como las acciones. La razón de esta no exigencia

mencionado anteriormente⁴², el principio de información, en los procesos de OPS u OPV, se cumple a través de la publicación del folleto informativo. Debido a la importancia de que el contenido del mismo sea veraz, el artículo 38 del TRLMV establece a quien se atribuye la responsabilidad por la información contenida en dicho documento. Serán responsables, al menos, el emisor, el oferente o la persona solicitante de la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores. Además, se obliga al autor del folleto informativo a declarar «que, a su entender, los datos son conformes a la realidad y no se omiten hechos que por naturaleza pudiera alterar su alcance» (artículo 38.2 del TRLMV).

En el caso objeto de análisis, el folleto informativo divulgado por la sociedad ABCD contenía datos falsos y/o imprecisiones respecto a la situación financiera y económica de dicha entidad a causa de que sus cuentas habían sido manipuladas por el administrador X. Esta empresa emitió acciones que fueron adquiridas por inversores que, con una elevada probabilidad, sabían el tipo de producto que suscribían y que el valor de este podía fluctuar. Sin embargo, esa decisión la tomaron con base en la información que se les facilitó a través del folleto informativo, el cual, preveía un escenario futuro de buena ventura económica, sin hacer referencia a las pérdidas existentes y ocultadas por X. Por tanto, el precio de la acción pagado por los inversores no se correspondía con su valor real y, a la vista de la situación económico-financiera planteada por ABCD S.A., podían esperar o bien el reparto de dividendos o bien una recapitalización de la sociedad, pero no que el valor de sus acciones fuera a caer desmesuradamente que fue lo que finalmente sucedió.

De todo lo mencionado anteriormente, se desprende que la información ofrecida por ABCD S.A. a los compradores fue errónea, al no reflejar la verdadera situación económico-financiera de la misma. Tras la difusión del informe elaborado por el administrador Y y la caída en picado del precio de las acciones, los suscriptores fueron conscientes de que lo que habían comprado no era realmente lo que ellos se imaginaban. Debido al engaño sufrido, por el contenido falso o inexacto del folleto informativo, los inversores minoristas cuentan con, al menos, tres vías fundamentales de reclamación. Estas no se aplican a inversores más cualificados porque estos poseen un mayor número de herramientas a su alcance para conocer la situación real de la empresa mientras que los otros solo disponen del folleto informativo.

Cada una de las tres vías de reclamación es igualmente válida si bien, en función de cual elija cada uno de los inversores, la situación de su contrato de adquisición de acciones puede variar. En primer lugar, los suscriptores de las acciones pueden optar por solicitar la anulación del contrato por vicio del consentimiento, solución que, en caso de ser estimada, supondría la pérdida de eficacia del mismo. En segundo lugar, pueden ejercitar una acción de reclamación de daños y perjuicios que, si prospera, daría lugar al resarcimiento de la disminución patrimonial que habían sufrido sin que la eficacia y validez del contrato se viese afectada. En tercer lugar, los inversores pueden acudir a la vía de la resolución del contrato basada en el incumplimiento grave de una obligación esencial que, en caso de prosperar, dejaría el contrato de suscripción sin efectos de manera

se encuentra en que las acciones se caracterizan como productos de general conocimiento y la realización de estos test sobre conocimientos y experiencia financiera tiene como finalidad última que el potencial inversor conozca todas las características del producto que está adquiriendo (Caruana Font de Mora, 2016). Por tanto, no son necesarios porque el cliente ya los conoce.

⁴² *vid.* apartado 3 "Breve reseña respecto al proceso de salida a bolsa de una sociedad"

retroactiva. A continuación, se realizará un análisis, en mayor profundidad, de cada una de las tres posibilidades.

6.1. Anulación del contrato por vicio del consentimiento

Esta vía de reclamación se inicia a través del ejercicio de la acción de nulidad contractual por vicio del consentimiento aunque «siempre entendiendo el término legal de nulidad como correspondiente a la figura doctrinal de la anulabilidad, o sea una clase de invalidez contractual dirigida a la protección de un determinado sujeto -una de las partes del contrato-, de manera que únicamente él pueda alegarla, hasta tal punto que el contrato anulable se puede estimar como inicialmente eficaz» mientras no se impugne (STS de 27 de noviembre de 1998 (ECLI: ES:TS:1998:7087)).

Respecto a la aplicación de esta solución a los contratos de suscripción de acciones existen dos posiciones doctrinales. Un sector de la doctrina considera que la posibilidad de anular este tipo de contratos supone también la eliminación del aumento de capital lo cual, si se aplica lo dispuesto en el artículo 56 del TRLSC respecto a la sociedad nula o de hecho, no es acorde con el ordenamiento jurídico (STS de 3 de febrero de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:91)). Contrariamente, el otro sector de la doctrina opina que estos contratos pueden ser anulados, si concurre algún vicio del consentimiento, sin afectar al contrato de sociedad. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea resolvió esta disputa en favor de la posible anulación bajo el argumento de que el contrato de inversión supone una relación jurídica que no nace del de sociedad, sino que es precedente y la responsabilidad de la entidad procede del contrato de adquisición de acciones (STJUE de 19 de diciembre de 2013 (ECLI:EU:C:2013:856)).

En vista de lo señalado por el TJUE, a continuación, se analizará dicha vía de reclamación. El requisito básico para la viabilidad de la misma es que exista un vicio del consentimiento, el cual tiene lugar siempre que la voluntad contractual se ha formado defectuosamente (SAP Madrid de 29 de septiembre de 2018 (ECLI: ES:APM:2018:15031)), lo cual ocurre cuando el consentimiento se otorga por error, violencia, intimidación o dolo (artículo 1265 del CC). El primero de ellos, que es el que nos ocupa en el supuesto analizado, existe «cuando la voluntad del contratante se forma a partir de una creencia inexacta. Es decir, cuando la representación mental que sirve de presupuesto para la realización del contrato es equivocada o errónea» (entre otras, SSTS de 22 de octubre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3395); de 20 de enero de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:354)).

Los requisitos para que el error sea un vicio del consentimiento y, como consecuencia, las partes puedan quedar desvinculadas del contrato se recogen en el artículo 1266 del CC⁴³, y son: que el error sea esencial; que «no sea imputable a quien lo padece»; que medie una relación de causalidad entre el mismo y la «finalidad que se pretendía en el negocio jurídico concertado»; y que sea excusable (STS de 3 de febrero de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:91)).

La primera de las características que ha de reunir el error –ser esencial– se refiere a que el mismo recaiga sobre la causa principal que hubiera determinado la celebración

⁴³ Aunque en este trabajo se analizará el error como vicio del consentimiento basándose en la interpretación que doctrina y jurisprudencia han realizado acerca del artículo 1266 del CC, este estudio también se podría realizar sobre la base de lo dispuesto por en el *Draft Common Frame of Reference* (en adelante, DCFR) en su artículo 4:103 regulador del error esencial de hecho o de derecho.

del contrato (STS de 16 de diciembre de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:5450)), lo que ocurre cuando una de las partes, si no se hubiese producido el error, no lo hubiera concluido (error causante) «o lo hubiera hecho en términos fundamentalmente diferentes (error esencial o fundamental)» (sentencia del Juzgado de Primera Instancia (en adelante, SJPI) Fuenlabrada de 7 de abril de 2015 (ECLI: ES:JPI:2015:57)). Sin embargo, no basta con que uno de los inversores se haya hecho una representación individual equivocada (STS de 16 de diciembre de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:5450)), puesto que ese es un riesgo que se asume al contratar sino que es necesario que se produzca una «objetivación del supuesto de hecho» (Marimón Durá, y otros, 2016). Es decir, para que el error conlleve la anulación del contrato es necesario que «el factor decisivo del engaño» sea «externo y susceptible de afectar a todos los suscriptores por igual» (Marimón Durá, y otros, 2016).

En el caso propuesto para su estudio, la causa principal que determinó la celebración del contrato de suscripción de acciones fue el folleto informativo puesto que era la única información que los inversores minoristas tenían a su alcance. Los datos contenidos en ese documento provocaron que suscribiesen las acciones de ABCD con el objetivo de obtener rendimiento. Por ello, el hecho de que se plantease un escenario de buenaventura económica resulta determinante en la captación y prestación del consentimiento (STS de 3 de febrero de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:91)). Si los datos económicos de la sociedad previesen pérdidas los inversores no hubieran realizado el contrato, ya que esperarían no recibir dividendos. Además, se cumple el presupuesto de que el factor del engaño afecte a todos por igual puesto que tuvieron acceso a la misma información falsa.

El segundo de los requisitos que ha de reunir el error es que no sea imputable a los suscriptores de las acciones ya que son quienes lo padecen, lo cual significa que debe tratarse de una equivocación que, aun habiendo empleado la diligencia debida, no hubiese podido evitarse (SAP Valencia de 7 de enero de 2015 (ECLI:ES:APV:2015:1)). Por tanto, es imprescindible que la posibilidad de obtener beneficios del contrato que realizaron los inversores con ABCD S.A. se mostrase como una opción «suficientemente segura y no como una mera posibilidad dependiente de la concurrencia de inciertas circunstancias» (entre otras, SSTS de 10 de septiembre de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:4339); de 20 de enero de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:354)). Este requisito se verifica en el caso propuesto puesto que el folleto informativo preveía un escenario de buenaventura económica, de lo cual se puede derivar la posibilidad, casi segura, de recibir dividendos.

El requisito anterior presenta una relación inescindible con el de la excusabilidad, puesto que la función básica de este es impedir la protección de quien ha padecido el error debido a su conducta negligente (STS de 12 de julio de 2002 (ECLI: ES:TS:2002:5231) y proteger a la parte que «contrató confiada en la apariencia que genera toda declaración comercial seriamente emitida» (STS de 16 de diciembre de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:5450)). Al analizar la conducta de los suscriptores de las acciones de ABCD en este sentido se ha de tener en cuenta que la única información a su alcance sobre la situación económico-financiera de la sociedad era la del folleto informativo. Al haber sido falseada, los inversores minoristas, si emplearan un nivel de diligencia similar al del ciudadano medio, no podrían llegar a imaginar la verdadera situación. Por lo tanto, respecto al error en el que incurrieron los suscriptores de acciones de ABCD S.A. se ha de concluir que es excusable.

Finalmente, se ha de analizar el nexo causal que debe darse entre el error y la obtención de rendimiento por ser esta el «el fin propio, lógico y natural en esta clase de

negocio jurídico» (SAP Valencia de 25 de noviembre de 2015 (ECLI: ES:APV:2015:3406)). Si se tiene en cuenta: que la información del folleto informativo indicaba una alta probabilidad de obtener dividendos al prever un escenario de buenaventura económica; que este documento supone el «elemento decisivo» del que dispone el pequeño inversor (STS de 3 de febrero de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:91)); y que el objetivo de la publicación del mismo es que los inversores tomen la decisión de contratar, o no, con pleno conocimiento de causa, se concluye, de manera evidente, la relación de causalidad que se requiere para que el error se erija como vicio del consentimiento.

En definitiva, a la vista de que se verifican todos los requisitos para que el error se considere vicio del consentimiento en los contratos de suscripción de acciones de ABCD S.A., los de los inversores que opten por esta vía de reclamación quedarán anulados. En consecuencia, estos tendrán que devolver a la empresa las acciones objeto del contrato, así como los dividendos, en caso de que los hayan cobrado, y, la sociedad, tendrá que entregarles el importe pagado más los intereses legales (artículo 1303 del CC). Es fundamental tener claro, sobre todo a efectos de diferenciar esta vía de reclamación con la que se analizará a continuación, que el importe que percibe el inversor en este caso no es una indemnización sino el «reequilibrio prestacional» de su situación económica cuando se produjo tal vicio (Caruana Font de Mora, 2016).

6.2. Reclamación de indemnización del perjuicio

El artículo 38 del TRLMV, que establece quién se considera sujeto responsable por los daños y perjuicios que se causen debido a la divulgación de información falsa a través del folleto informativo, hace referencia a esta vía de reclamación. El mismo precepto establece que «todos los daños y perjuicios» son indemnizables de lo cual se infiere que, la indemnización puede comprender daños de muy distinta naturaleza siempre y cuando sean derivados de dicha información errónea (Valmaña Ochaíta, 2006 pág. 369). Esta solución se encuentra recogida, de forma similar, en el artículo 36 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre⁴⁴, el cual dispone la obligación de

indemnizar a las personas que hayan adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia por los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de cualquier información incluida en el folleto que sea falsa, o por la omisión en el folleto de cualquier dato relevante requerido de conformidad con este real decreto, siempre y cuando la información falsa o la omisión de datos relevantes no se haya corregido mediante un suplemento al folleto informativo o se haya difundido al mercado antes de que dichas personas hubiesen adquirido los valores

De este precepto se extrae que la legitimación activa para ejercitar la acción por daños y perjuicios corresponde a todos aquellos inversores que, de buena fe, hubiesen adquirido acciones emitidas por ABCD S.A. Para que la misma, que tiene un plazo de prescripción de tres años (artículo 38 del TRLMV), prospere han de cumplirse una serie de requisitos: que exista un incumplimiento culpable de la obligación, lo cual supone que, en el folleto, se presenten informaciones falsas o se omitan datos relevantes; que con dicha infracción se produzca un daño, que, en este caso, afecta a los suscriptores de las

⁴⁴ Igual que en el caso anterior, el análisis de esta vía de reclamación se hará con base en la legislación nacional, aunque esta solución también encuentra fundamento jurídico en el artículo 7:204 del DCFR referente a la responsabilidad por daños causados por haber confiado en una información errónea.

acciones; y, que exista un nexo causal entre el daño y la información falsa u omisión de datos relevantes (sentencia del Tribunal Superior de Justicia (en adelante, STSJ) de Madrid de 10 de noviembre de 2016 (ECLI: ES:TSJM:2016:11908)).

El primer requisito, en este caso, se refiere al incumplimiento de la obligación de veracidad y exactitud de la información que, según el artículo 37 del TRLMV, se ha de incluir en el folleto informativo. La jurisprudencia considera que esta infracción es una falsedad relevante ya que, si los inversores conociesen la verdadera situación económico-financiera de ABCD S.A. no hubiesen suscrito las acciones (SAP Bilbao de 24 de junio de 2019 (ECLI: ES:APBI:2019:1838)).

El segundo requisito señala la necesidad de que exista un daño. Este será resarcible siempre y cuando se derive de la difusión de información falsa o inexacta (artículo 38 del TRLMV). Por tanto, en el caso que nos ocupa, el daño indemnizable no estará constituido por toda la pérdida de valor que hayan experimentado las acciones, sino tan solo por el que sea debido a la difusión de información falsa, puesto que, en la caída del precio pueden influir otras causas (SAP Valencia de 25 de noviembre de 2015 (ECLI: ES:APV:2015:3406)).

Por último, se requiere la existencia de un nexo causal entre los datos incorrectos u omitidos del folleto y la decisión de suscribir las acciones, así como entre dicha falsedad y la pérdida sufrida por los activos adquiridos. El primero de estos análisis ya ha sido realizado anteriormente en referencia a la relación de causalidad entre el error-vicio del consentimiento y el contrato de inversión. La segunda relación causal resulta clara debido a que en el momento en que se hace público, y se revela al mercado, el informe elaborado por el administrador Y acerca de la verdadera situación de solvencia de ABCD S.A., el valor de las acciones cae en picado. Ello conlleva que la inversión realizada por los suscriptores se vea totalmente perjudicada. Por tanto, al cumplirse la relación de causalidad tanto entre la información falsa contenida en el folleto informativo y el acto de suscripción, como entre dichas divulgaciones y la pérdida de valor de las acciones, se puede afirmar que se verifica el tercer requisito.

En conclusión, dado que en este caso se cumplen todos los requisitos necesarios para que prospere la acción de indemnización por daños y perjuicios los inversores que suscribieron acciones de ABCD S.A. pueden emplear esta vía de reclamación. Con la aplicación de esta solución los suscriptores verán resarcido económicamente el daño sufrido si bien los contratos conservarán su plena eficacia.

Respecto a la relación entre esta acción y la de anulación de los contratos se ha de indicar que no resultan acumulables, debido a su diferente configuración, ya que una implica la prosecución válida del negocio mientras que la otra lo deja sin eficacia (Caruana Font de Mora, 2016).

6.3. Resolución del contrato de suscripción

La tercera vía de reclamación que pueden emplear los que suscribieron acciones de ABCD S.A. es la de instar la resolución del contrato de suscripción por incumplimiento de obligaciones esenciales de forma grave con carácter recíproco o bilateral (artículo 1124 del CC). La aplicación de esta solución presupone, necesariamente, la validez del negocio jurídico por lo que no puede plantearse de forma acumulativa con las acciones que declaren su invalidez (Caruana Font de Mora, 2016); si bien, es posible plantearla de forma complementaria con la acción de indemnización por daños y perjuicios.

En el caso objeto de este trabajo, se plantea la dificultad de calificar el contrato de suscripción de acciones como recíproco o bilateral, puesto que, una vez que se adquiere el producto financiero y se desembolsa el precio, la relación comercial culmina sin que quede pendiente el cumplimiento de ninguna otra obligación (Caruana Font de Mora, 2016). Por tanto, resulta complicado calificarlo de ese modo, pero, aun así, esta solución es susceptible de ser aplicada ya que la infracción de las obligaciones informativas de ABCD S.A. constituye un incumplimiento contractual grave (SAP Badajoz de 29 de julio de 2015 (ECLI: ES:APBA:2015:759)). Esta última consideración se extrae de que el TRLMV exige a todos los profesionales que operan en el mercado de valores que actúen de acuerdo con un «estándar mínimo de diligencia, buena fe e información completa, clara y, especialmente, veraz» que, en el caso propuesto no se ha cumplido y, como consecuencia, los inversores emplearon su dinero en unos activos financieros que no se adecuaban a lo que ellos realmente querían adquirir (SAP Badajoz de 29 de julio de 2015 (ECLI: ES:APBA:2015:759)).

En definitiva, aunque resultaría más recomendable emplear la acción de anulación del contrato por vicios del consentimiento o la de indemnización por daños y perjuicios, esta también tiene encaje en el supuesto analizado. Por tanto, los contratos de suscripción de acciones de los inversores que opten por esta vía de reclamación serán válidos, pero quedarán sin efecto de manera retroactiva (*ex tunc*) como si el negocio jurídico nunca hubiera tenido lugar (STS de 25 de noviembre de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:5154); STS de 10 de diciembre de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:5217), entre otras). Como consecuencia, la sociedad ABCD y los inversores tendrán que restituirse el precio pagado y las acciones obtenidas, respectivamente, para restaurar el «estado jurídico preexistente» (STS de 25 de noviembre de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:5154); STS de 10 de diciembre de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:5217), entre otras).

7. Conclusiones

La sociedad ABCD es una empresa familiar ya que en su ámbito conviven y se entrelazan las relaciones familiares con las económicas. De hecho, de los nueve miembros que componen su Consejo de Administración, seis pertenecen a la misma familia. A consecuencia de dicha característica, posee órganos –el Consejo de Familia– y documentos –el protocolo familiar– que regulan las relaciones familiares, además de los propiamente societarios (Consejo de Administración, Junta General de accionistas y estatutos sociales). Lo que se establezca en la esfera familiar solo vincula y es oponible a quien sea parte de la misma por lo que no resulta oponible a la persona jurídica, al ser esta un tercero respecto de lo que en ese ámbito se acuerde. En consecuencia, las decisiones adoptadas en el seno del Consejo de Familia no resultan vinculantes y se requiere acuerdo de la Junta General de accionistas tanto para el nombramiento del hijo de W como para el cese del administrador Y.

Debido al carácter extrasocietario que define los órganos familiares, la validez del contenido del protocolo familiar se analiza respecto a los límites de la autonomía de la voluntad (ley, moral y orden público) y no se aplican los del Derecho de sociedades. A consecuencia de ello, el protocolo familiar redactado por V resulta válido a pesar de que la participación en beneficios y el derecho de voto resultan derechos inherentes a las acciones y que, por tanto, no pueden negarse al administrador Y. Además, tampoco, salvo

alguna excepción, pueden incluirse dichas sanciones en los estatutos de la sociedad a través de una prestación accesoria. Sin embargo, al ser ley entre las partes, en caso de incumplimiento, se puede ejercitar la acción de indemnización de daños y perjuicios ya que exigir el cumplimiento específico no tiene cabida en este caso. Esta se puede solicitar también cuando los administradores actúan en su condición social, pero, en este caso, las infracciones pueden llegar a provocar, como sucede en el caso analizado, la comisión de un delito.

Si se aplica esto último al caso propuesto para análisis, se concluye, en primer lugar, que el administrador X, al alterar las cuentas anuales de ABCD S.A. para ocultar las pérdidas por su mala gestión, cometió el delito recogido en el artículo 290 del CP. Y, dado que el mismo también puede ser cometido por omisión, los otros ocho administradores también tendrán que hacer frente a la responsabilidad penal por adoptar una actitud pasiva, confiar plenamente en los actos realizados por X y no observar sus deberes fundamentales de vigilancia de los actos de la sociedad.

Al falsear las cuentas societarias, la información que se incluyó en el folleto informativo de ABCD S.A., de obligatoria publicación en el proceso de salida a bolsa, tampoco era veraz. Este hecho provocó la quiebra del principio de protección de inversor y, además, fue realizado con el propósito de captar inversores, lo que supuso la comisión por parte de todos los administradores del delito especial propio denominado «fraude de inversores» (artículo 282 *bis* del CP). A pesar de ello, existe una diferencia entre la conducta de X y la del resto de sujetos. Mientras el primero es responsable debido a su conducta activa en el acto de falsear las cuentas, que constituye la fuente última de la falta de veracidad de la información del folleto, el resto son responsables por haber participado en el acuerdo del Consejo de Administración en el que se aprobaron dichas cuentas sin oponerse. Además, cometieron el tipo agravado de este delito puesto que, en este caso, se consigue el objetivo perseguido de captar inversores, al producirse la salida a bolsa.

Junto a la comisión de los delitos anteriores el administrador X e Y, con su forma de actuar, incurrieron en más infracciones penales. En el caso de X, al realizar sus actuaciones con base en un contrato de administración y distraer caudal societario en beneficio propio, sin voluntad alguna de devolverlo, fue autor del delito de apropiación indebida de dinero (artículo 253 del CP).

Por su parte Y, decidió realizar una compra de acciones de ABCD S.A. bajo el anonimato, con el propósito de venderlas el día de salida a bolsa para obtener beneficio propio. Para ello, se basó en información privilegiada que había obtenido a causa de su condición de administrador y el beneficio obtenido se supone que supera los quinientos mil euros. En consecuencia, el administrador Y resulta autor del delito de abuso de información privilegiada (artículo 285 del CP). Además, Y elaboró un informe en el que se explicaba la verdadera situación económico-financiera de la sociedad ABCD y, una vez transcurrido el día de la salida a bolsa, lo difundió de manera indeterminada y a la generalidad del público. Con dicha divulgación provocó que las acciones de ABCD S.A. sufrieran una reducción del precio de más del 90%, por lo que se considera que ha puesto en peligro la integridad del mercado y la confianza de los inversores. En consecuencia,

resulta autor del delito de revelación de información privilegiada (artículo 285 *bis* del CP).

Debido a que todos los administradores resultan responsables por varios delitos se producen situaciones concursales, de entre las que destaca la relación entre el artículo 290 del CP (delito de falseamiento de cuentas societarias) y el 282 *bis* (delito de fraude de inversores). En la misma no se cumple el principio de especialidad, ni tampoco pueden aplicarse los de subsidiariedad o consunción, por lo que ha de aplicarse el de alternatividad. Este último establece que se aplicará el precepto con la pena más grave por lo que, en el presente caso, devendrá imputable el 282 *bis*. Por lo tanto, en el caso del administrador X, se aplicará en concurso real con el delito de apropiación indebida de dinero (artículo 253 del CP). El administrador Y será autor de un concurso real del delito de fraude de inversores (artículo 282 *bis* del CP), con el de abuso de información privilegiada (artículo 285 del CP) y revelación de la misma (artículo 285 *bis* del CP). El resto de los administradores responderán por el artículo 282 *bis*.

Finalmente, todos los miembros del Consejo de Administración tendrán que hacer frente a la responsabilidad civil para lo cual cabe tener en cuenta la regla de solidaridad del artículo 237 del TRLSC. Dicha responsabilidad se fundamenta en el incumplimiento del deber de lealtad que el TRLSC impone a los administradores. Este implica actuar como un fiel representante, de buena fe y en el mejor interés de la sociedad. Para que surja la obligación de indemnizar, además de dicho incumplimiento, se han de dar los siguientes requisitos: causar un daño; realizar un acto u omisión contrario a la ley, los estatutos o que no se ajuste al nivel de diligencia exigible; y que exista un nexo de causalidad. Dado que en el caso analizado se verifican las tres condiciones los nueve miembros del Consejo de Administración de ABCD S.A. quedarán obligados al resarcimiento de los daños y perjuicios causados. Además, debido a que X e Y obtuvieron beneficio personal sin contrapartida para la sociedad, deberán devolver, también, el enriquecimiento injusto. Para exigir esta responsabilidad civil, se podrá emplear tanto la acción social de responsabilidad para reequilibrar el patrimonio social de la entidad como la acción individual para que los inversores hagan lo mismo con el suyo personal.

Por otro lado, se ha de señalar que en el proceso de salida a bolsa siempre interviene la CNMV, puesto que la sociedad que pretende adquirir la condición de cotizada tiene que remitirle, obligatoriamente, las cuentas anuales, así como un folleto informativo en el que se recojan todas las características de la emisión. Sin embargo, dicho organismo no realiza funciones de fiscalización exhaustiva, sino que hace un mero control de apariencia de legalidad. Debido a esta última razón se concluye que la CNMV no tenía obligación de detectar que las cuentas de ABCD S.A. habían sido falseadas.

Además de funciones de supervisión, este organismo de Derecho público ostenta capacidad sancionadora sobre las personas físicas y entidades a las que sea aplicable el TRLMV, así como sobre quien ostente funciones de administración y dirección en las mismas. Esta es la razón de que en el caso analizado resulten sancionados la persona jurídica y los administradores de la misma. La primera responderá por la información inexacta o falsa que se incluyó en el folleto informativo, acto que es constitutivo de una infracción muy grave recogida en el artículo 279.1 del TRLMV. Ante estas conductas la

CNMV puede aplicar diversas sanciones, recogidas en el artículo 302 del TRLMV, aunque en el caso analizado no se disponía de datos suficientes para realizar una mayor concreción: multa; suspensión o limitación del tipo, volumen o actividades que ABCD S.A. puede realizar en el mercado de valores por un plazo no superior a cinco años; suspensión, durante el plazo más breve posible, de la negociación de las acciones de ABCD; y/o, exclusión de la negociación de las acciones.

Por su parte, a los administradores se les impone una sanción complementaria a la de la infracción muy grave cometida por la persona jurídica. Esta sanción se gradúa en atención a las circunstancias del caso por lo que X e Y serán castigados en mayor medida que el resto. Las sanciones que el citado organismo puede imponerles son una o varias de las que se enumeran a continuación: multa de hasta cuatrocientos mil euros; suspensión en el ejercicio del cargo de administrador que ocupe cada uno de los infractores en la entidad por un plazo no superior a tres años; separación del cargo con inhabilitación para ejercer como administrador en la sociedad por un plazo no superior a cinco años; y/o publicación en el BOE de la identidad del infractor y la naturaleza de la infracción o amonestación privada.

Simultáneamente a lo anterior, la CNMV tendrá que imponer otras cuatro sanciones al administrador Y, todas ellas bajo la consideración de muy graves. En primer lugar, por el incumplimiento del deber de información y notificación de la compra de acciones de ABCD S.A. que se le exige al ostentar en dicha sociedad el cargo de administrador. Se concluye la comisión de la infracción porque además concurría un interés de ocultación y, se supone que el montante total obtenido por Y fue superior a cinco mil euros. Si no se hubiese alcanzado dicha cantidad este administrador no podría ser castigado administrativamente por esta actuación.

En segundo lugar, al emplear información privilegiada en dicha adquisición infringió lo dispuesto en el artículo 14 del Reglamento sobre abuso de mercado y perjudicó tanto la confianza de los inversores como la integridad de los mercados. A ello hay que añadirle el hecho de que había obtenido dicha información debido a su condición de administrador de la sociedad y a que conocía que esos datos resultaban idóneos para modificar sustancialmente el valor de las acciones.

En tercer lugar, al ser miembro del órgano de administración de ABCD S.A. y no comunicar dicha información privilegiada a la CNMV, el administrador Y infringió el artículo 282.6 del TRLMV.

En cuarto lugar, será sancionado por intervenir en la libre formación de los precios del mercado de valores al difundir un informe sobre la verdadera situación económico-financiera de ABCD S.A., que era información privilegiada. Esta conducta supone una manipulación del mercado prohibida por el artículo 15 del Reglamento sobre abuso de mercado.

Por todos estos actos, la CNMV puede sancionar al administrador Y con las siguientes sanciones: multa de hasta 10 millones de euros por el incumplimiento de los artículos 14 y 15 del Reglamento; multa de hasta 1 millón de euros por la infracción de lo dispuesto en el artículo 19 del mismo texto legal; restitución de los beneficios obtenidos

con las conductas infractoras; y/o amonestación pública en el BOE en la cual se indicará la persona responsable del acto y el carácter infractor del mismo.

Por último, en lo que respecta a la situación de los contratos de adquisición de acciones de ABCD S.A., se parte de la base de que estos instrumentos financieros no son productos complejos y de que el folleto informativo es la única fuente de información de la que disponen los inversores minoristas para conocer la situación económico-financiera de la sociedad cuyas acciones van a adquirir. Dado que los datos económicos contenidos en dicho documento eran falsos y/o inexactos los inversores no eran conscientes del producto que realmente estaban adquiriendo. Por eso, el ordenamiento jurídico pone a su disposición, tres vías fundamentales de reclamación.

En primer lugar, los suscriptores de las acciones pueden optar por ejercitar la anulación del contrato por la concurrencia de un vicio del consentimiento: el error. En el presente caso, se verifican todos los requisitos para que se estime dicha pretensión, ya que el error: es esencial, ya que recae sobre la información del folleto informativo que determina la celebración del contrato; es excusable y no imputable a la conducta de los suscriptores, puesto que, al emplear un nivel de diligencia de un ciudadano medio, no se descubrió que los datos divulgados sobre ABCD S.A. no eran veraces; y entre el error y la finalidad del contrato media una relación de causalidad debido a que la previsión de un escenario de buenaventura económica – basado en datos falsos – fue el elemento decisivo para que se celebrara el contrato. La consecuencia de optar por esta vía de reclamación es la pérdida de eficacia del contrato de suscripción de acciones, por lo que tanto la sociedad como los inversores habrán de restituirse las prestaciones que se hayan entregado.

En segundo lugar, pueden ejercitar una acción de reclamación de daños y perjuicios ya que se cumplen todas las condiciones para que la misma prospere: existencia del incumplimiento culpable de la obligación de veracidad y exactitud del folleto informativo; existencia de un daño o perjuicio que se concreta en la caída del precio de las acciones; y media un nexo causal al ser el folleto informativo inexacto el principal elemento de decisión de los inversores al contratar. La estimación de esta acción da lugar al resarcimiento de la disminución patrimonial que sufrieron los suscriptores sin que la eficacia y validez del contrato se viese afectada.

En tercer lugar, los inversores pueden acudir a la vía de la resolución del contrato basada en el incumplimiento grave de la obligación esencial de divulgar información veraz, que dejará el contrato de suscripción sin efectos de manera retroactiva.

Bibliografía

- ARBESÚ RIERA, C. *El Consejo de Familia y su función de gobierno en la empresa familiar* [en línea]. Tesis doctoral. Pamplona: Universidad de Navarra, 2016.[última consulta: 20 de junio de 2020] Disponible en: https://dadun.unav.edu/bitstream/10171/41415/1/Tesis_Carlos%20Arbesu.pdf
- BELANDO GARÍN, B. La eventual responsabilidad administrativa del supervisor en la oferta pública de suscripción. A propósito de la fallida salida a bolsa de BANKIA. En: *La oferta pública de suscripción de acciones desde la perspectiva judicial. Análisis de la OPS de Bankia de 2011*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2016, pp. 207-223.
- CARUANA FONT DE MORA, G. Las acciones individuales por nulidad y/o responsabilidad civil. En *La oferta pública de suscripción de acciones desde la perspectiva judicial. Análisis de la OPS de Bankia de 2011*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2016, pp. 45-66.
- CUELLAR MONTÉS, T. El Consejo de Familia en la empresa familiar. En: *Derecho de familia: nuevos retos y realidades. Estudios jurídicos de aproximación del Derecho Latinoamericano y Europeo*. Madrid: Dykinson, 2016, pp. 81-88.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., 2007. El «enforcement» societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado. *Revista de Derecho de Sociedades*. 2007, 29, 139-183. ISSN 1134-7686.
- GARCÍA COMPANYS, A. El Protocolo Familiar: la solución jurídica para la empresa familiar. *Cuadernos Prácticos de Empresa Familiar* [en línea], 2017, 5 (1), 5-28. [última consulta: 21 de junio de 2020] Disponible en: <http://hdl.handle.net/10459.1/62578>.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. e IGLESIAS PRADA, J. L. Los órganos sociales de las sociedades de capital. En: *Lecciones de Derecho Mercantil*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2019, pp. 457-481.
- GARCÍA GONZÁLEZ, R., 2008. La Responsabilidad civil y penal de los administradores sociales [En línea]. *Noticias Jurídicas*, 1 de febrero de 2008. [última consulta: 8 de mayo de 2020] Disponible en: <http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/4357-la-responsabilidad-civil-y-penal-de-los-administradores-sociales/>.
- GARCÍA SANZ, J. El delito de abuso de información privilegiada. *Anales de la facultad de Derecho*. 2012. 29, págs. 55-71. ISSN: 0075-773X.
- GONZÁLEZ CUSSAC, J. L. Delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico (VII): Administración desleal. Apropiación indebida. Defraudaciones de fluido eléctrico y análogas. En: *Derecho Penal. Parte especial*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2019. pp. 399-420.
- LIÑÁN LAFUENTE, A. La reforma del delito de utilización de información privilegiada y la incorporación del nuevo tipo penal de comunicación ilícita de información privilegiada en la Ley. *La Ley Penal: revista de derecho penal, procesal y penitenciario*. 2019, 137. ISSN 1697-5758
- LLEDÓ BENITO, I. *El fraude de inversores (Especial consideración al tipo básico del artículo 282 bis CP y con actualización al Texto Refundido de la Ley de Mercado*

- de Valores, Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre*. Madrid: Dykinson, 2017.
- MALDONADO ORTEGA, P. J. Pactos parasociales: naturaleza y eficacia jurídica. *Cuadernos de Derecho y Comercio*. 2017, Extra 1, 257-296. ISSN 1575-4812.
- MARIMÓN DURÁ, R. y MARTÍN PASTOR, J. La anulación por vicios del consentimiento de los contratos de suscripción derivados de la OPS de Bankia de 2011. *Revista de derecho bancario y bursátil*. 2016, 35 (142), 211-260. ISSN 0211-6138.
- MARTÍNEZ DÍE, M. Artículo 29. Pactos reservados. En: *Tratado de sociedades de capital: comentario judicial, notarial, registral y doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2017.
- MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. Los delitos contra el libre mercado o la libre competencia. En: *Derecho penal y económico de la empresa*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2019.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. y DEL CASTILLO IONOV, R. Artículo 93. Derechos del socio. En: *Tratado de sociedades de capital: comentario judicial, notarial, registral y doctrinal de la Ley de Sociedades de Capital*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2017.
- PAZ-ARES, C., 2003. El enforcement de los pactos parasociales [en línea]. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. 2003, 5, pp. 19-43. Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/1052/documento/03Candido.pdf?id=2012>
- RECODER VALLINA, T. *Procedimiento administrativo sancionador en los mercados financieros. Especial referencia a la CNMV*. Madrid: Reus, 2019.
- RODRÍGUEZ HERRER, M. E., 2016. La supervisión de los mercados de valores en España. El papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como órgano de control [en línea]. *Revista Española de Control Externo*. 2016, 18 (52), pp. 13-31. [última consulta: 21 de junio de 2020] ISSN 1575-1333. Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5502059>
- SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. Caracteres generales y constitución de la sociedad anónima. En: *Principios de Derecho mercantil. Tomo I*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2019a.
- SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. La organización de la sociedad anónima. En: *Principios de Derecho Mercantil. Tomo I*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2019b.
- SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. Régimen jurídico de los mercados de instrumentos financieros. En: *Principios de Derecho Mercantil. Tomo II*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2019c.
- UGALDE, A., 2002. El Consejo de Familia: ¿Qué es? ¿Quiénes forman parte de él? ¿Cómo y cuándo debe operar? ¿En qué debe actuar? *Gestión en la Empresa Familiar*. 2002, 4 (29), pp. 40-47. ISSN 1575-2496.
- VALMAÑA CABANES, A. J. *El régimen jurídico del protocolo familiar* [en línea]. Tesis Doctoral. Tarragona: Universitat Rovira i Virgili, 2014. [última consulta: 20 de junio de 2020] Disponible en: <https://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/29-2369/TESI.pdf?sequence=1>
- VALMAÑA OCHAÍTA, M. *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*. Madrid: La Ley, 2006.

Apéndice legislativo

- Reglamento UE 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre el abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, n.º 173, p. 1 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).
- Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado. Diario Oficial de la Unión Europea, 16 de junio de 2014, n.º 173, p. 179 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>).
- Directiva 2014/65/ UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, n.º 173, p. 349 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).
- Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Boletín Oficial del Estado, 24 de noviembre de 1995, n.º 281, p. 33987 (ELI: <https://www.boe.es/eli/es/lo/1995/11/23/10>).
- Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público. Boletín Oficial del Estado, 2 de octubre de 2015, n.º 236, p. 89411 (ELI: <https://www.boe.es/eli/es/lo/2015/10/01/40>).
- Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la LO 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Boletín Oficial del Estado, 21 de febrero de 2019, n.º 45, p. 16698 (ELI: <https://www.boe.es/eli/es/lo/2019/02/20/1>).
- Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio. Gaceta de Madrid, 16 de octubre de 1885, n.º 289, p. 169 (ELI: [https://www.boe.es/eli/es/rd/1885/08/22/\(1\)/con](https://www.boe.es/eli/es/rd/1885/08/22/(1)/con))
- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. Gaceta de Madrid, 25 de julio de 1889, n.º 206 p. 249 (ELI: [https://www.boe.es/eli/es/rd/1889/07/24/\(1\)/con](https://www.boe.es/eli/es/rd/1889/07/24/(1)/con)).
- 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. Boletín Oficial del Estado, 16 de noviembre de 2005, n.º 274, p. 37440 (ELI: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2005/11/04/1310>)
- Real Decreto 171/2007, de 9 de febrero, por el que se regula la publicidad de protocolos familiares. Boletín Oficial del Estado, 16 de marzo de 2007, n.º 65, p. 11254. (ELI:<https://www.boe.es/eli/es/lo/2007/02/09/171>).
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, 3 de julio de 2010, n.º 161, p. 58472. (ELI: <https://www.boe.es/eli/es/lo/2010/07/02/1>).
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 24 de octubre de 2015, n.º 255, p. 100356 (ELI: <https://www.boe.es/eli/es/lo/2015/10/23/4>).

Apéndice jurisprudencial

Unión Europea

Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Tercera). Sentencia C-45/08 de 23 de diciembre de 2009 (ECLI:EU:C:2009:806).

Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Segunda). Sentencia C-174/12 de 19 de diciembre de 2013 (ECLI:EU:C:2013:856).

España

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 7087/1987 de 27 de noviembre de 1998 (ECLI: ES:TS:1998:7087).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 5231/2002 de 12 de julio de 2002 (ECLI: ES:TS:2002:5231).

Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 8984/2002 de 29 de julio de 2002 (ECLI: ES:TS:2002:8984).

Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 2197/2003 de 31 de marzo de 2003 (ECLI: ES:TS:2003:2197).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 1036/2006 de 7 de marzo de 2006 (ECLI: ES:TS:2006:1036).

Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 2396/2008 de 16 de mayo de 2008 (ECLI: ES:TS:2008:2396).

Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 5070/2008 de 9 de octubre de 2008 (ECLI: ES:TS:2008:5070).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 940/2009 de 6 de marzo de 2009 (ECLI: ES:TS:2009:940).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. de 21 de diciembre de 2010 (ECLI: ES:TS:2010:6665).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 708/2011 de 10 de enero de 2011 (ECLI:ES:TS:2011:708).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 354/2014 de 20 de enero de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:354).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 2037/2014 de 23 de mayo de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:2037).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 4339/2014 de 10 de septiembre de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:4339).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 4443/2014 de 3 de noviembre de 2014 (ECLI: ES:TS:2014:4443).

Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 343/2015 de 6 de febrero de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:343).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 5450/2015 de 16 de diciembre de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:5450).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 91/2016 de 3 de febrero de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:91).

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 3435/2019 de 5 de junio de 2017 (ECLI: ES:TS:2017:2268).

Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 4033/2018 de 15 de octubre de 2018 (ECLI: ES:TS:2018:4033).

- Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 1709/2019 de 29 de mayo de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:1709).
- Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 2499/2019 de 22 de julio de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:2499).
- Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 3395/2019 de 22 de octubre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3395).
- Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 3425/2019 de 30 de octubre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3425).
- Tribunal Supremo (Sala de lo Penal). Sentencia núm. 3515/2019 de 31 de octubre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3515).
- Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. de 4 de noviembre de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:3435).
- Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 507/2020 de 20 de febrero de 2020 (ECLI: ES:TS:2020:507).
- Tribunal Supremo (Sala de lo Civil). Sentencia núm. 729/2020 de 5 de marzo de 2020 (ECLI: ES:TS:2020:729).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 1787/2006 de 6 de abril de 2006 (ECLI: ES:AN:2006:1787).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 4139/2006 de 30 de junio de 2006 (ECLI: ES:AN:2006:4139).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 4084/2007 de 25 de julio de 2007 (ECLI: ES:AN:2007:4084).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 3182/2006 de 6 de junio de 2008 (ECLI: ES:AN:2008:3182).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 4419/2008 de 17 de julio de 2008 (ECLI: ES:AN:2008:4419).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 1920/2016 de 3 de mayo de 2016 (ECLI: ES:AN:2016:1920).
- Audiencia Nacional (Juzgados Centrales de Instrucción). Auto núm. 329/2017 de 11 de mayo de 2017 (ECLI: ES:AN:2017:329A).
- Audiencia Nacional (Juzgados Centrales de Instrucción). Auto núm. 33/2018 de 5 de febrero de 2018 (ECLI: ES:AN:2018:33A).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 4955/2018 de 3 de diciembre de 2018 (ECLI: ES:AN:2018:4955).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 403/2019 de 12 de febrero de 2019 (ECLI: ES:AN:2019:403).
- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 2461/2019 de 20 de junio de 2019 (ECLI: ES:AN:2019:2461).
- Tribunal Superior de Justicia de Madrid (Sala de lo Social). Sentencia núm. 11908/2016 de 10 de noviembre de 2016 (ECLI: ES:TSJM:2016:11908).
- Audiencia Provincial Jaén. Sentencia núm. 686/2003 de 2 de mayo de 2003 (ECLI: ES:APJ:2003:686).
- Audiencia Provincial Valencia. Sentencia núm. 4213/2014 de 29 de diciembre de 2014 (ECLI: ES:APV:2014:4213).
- Audiencia Provincial Valencia. Sentencia núm. 1/2015 de 7 de enero de 2015 (ECLI: ES:APV:2015:1).
- Audiencia Provincial Badajoz. Sentencia núm. 759/2015 de 29 de julio de 2015 (ECLI: ES:APBA:2015:759).

- Audiencia Provincial Valencia. Sentencia núm. 3406/2015 de 25 de noviembre de 2015 (ECLI: ES:APV:2015:3406).
- Audiencia Provincial Madrid. Sentencia núm. 15031/2018 de 29 de septiembre de 2018 (ECLI: ES:APM:2018:15031).
- Audiencia Provincial Bilbao. Sentencia núm. 1838/2019 de 24 de junio de 2019 (ECLI: ES:APBI:2019:1838).
- Juzgado de Primera Instancia Fuenlabrada. Sentencia núm. 57/2015 de 7 de abril de 2015 (ECLI: ES:JPI:2015:57).

Otras fuentes

- Aranzadi-Thomson Reuters. *Practicum Sociedades Mercantiles*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi-Thomson Reuters, 2019.
- CNMV. *Procedimiento para la suspensión y exclusión de negociación de determinados instrumentos financieros en los mercados secundarios oficiales (P05)* [en línea] 2016 [última consulta: 20 de junio de 2020] Disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P05-Suspensiones-y-exclusiones.pdf>
- CNMV. *Atención de reclamaciones y consultas de los inversores. Memoria 2017* [en línea] Barcelona: CNMV, 2017. [última consulta: 20 de junio de 2020] ISSN: 1989-2071 Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/MemoriaReclamaciones_2017.pdf
- CNMV. 2020. Página web oficial de la CNMV. [En línea] 2020. [Citado el: 27 de abril de 2020.] Disponible en: <http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 4 de mayo de 2005
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 24 de marzo de 2010
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 5 de junio de 2015
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 26 de junio de 2018