

La responsabilidad de la CNMV. Observaciones al artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores

Manuel María SANCHEZ ALVAREZ

I. INTRODUCCION

El artículo 92 *in fine* de la Ley de Mercado de Valores (LMV) dispone que la incorporación a los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los informes de auditoría de cuentas y de los folletos informativos sólo implicará el reconocimiento de que aquellos contienen toda la información requerida por las normas que fijan su contenido y en ningún caso determinará responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la falta de veracidad de la información en ellos contenida.

A la vista de ello, un autorizado sector de nuestra doctrina ha entendido que la CNMV no responde, bajo ningún concepto, por los daños derivados por la falta de veracidad de los informes de auditoría de cuentas o del folleto informativo y ello sería así porque, según se afirma, la supervisión de la CNMV es, en estos casos, puramente formal pues se limita a comprobar que dichos documentos contienen toda la información requerida por las normas que fijan su contenido, sin entrar a conocer del mismo¹. Para avalar esta tesis se aduce, en primer término, que la responsabilidad del contenido del folleto es de quien lo firma (art. 15.4 del Real Decreto 291/1992), lo que no deja de ser una obviedad que no resuelve el problema. En segundo término, se afirma que la CNMV carece de competencias y de medios para abordar una comprobación sustantiva de esos documentos, lo que, sencillamente, no es cierto. En tercer lugar, se señala que la CNMV dispone de apenas un mes para acometer esa verificación, lo que así dicho no es exacto. Por último se añade, en un evidente intento de quitar hierro al asunto, que esa supuesta exención de responsabilidad se limita de manera exclusiva esos dos supuestos. En el plano más dogmático se afirma que esa exención de responsabilidad es la consecuencia lógica del llamado principio de neutralidad de la inscripción, recogido en el artículo 21 del RD 291/1992, en cuya virtud la CNMV, según el cual el registro del folleto en la CNMV no implica que esta recomiende la suscripción de los valores a emitir o se pronuncie en sentido alguno sobre la solvencia de la entidad

emisora o sobre la rentabilidad de la emisión² lo que, como veremos, carece de toda relevancia.

La finalidad de esta breve nota es demostrar que esa supuesta exención de responsabilidad carece de cualquier apoyo pues amén de ser incompatible con el principio de responsabilidad de la administración que consagra el artículo 106 CE, resulta más injustificable aun, si cabe, a la vista del variado arsenal de instrumentos normativos y orgánicos de los que dispone la CNMV en punto a la supervisión de los sujetos que intervienen en uno u otro grado en el mercado que, como veremos, le permite efectuar un control material del contenido básico de los documentos que se le presentan.

La importancia del problema es evidente. De un lado, porque según la concepción que combatimos, estaríamos ante una verdadera zona de impunidad que, como se ha dicho, no parece compatible con el artículo 106 de la Constitución Española. De otro, por la magnitud de los intereses que está en juego, debido a que el cambio de modelo de ahorro ha provocado un desplazamiento masivo de capitales desde las entidades de crédito a los mercados de valores³. En tercer lugar, la globalización de los mercados financieros ha provocado la aparición de un único mercado mundial de valores formado por el eje Londres-Frankfurt, Nueva York y Tokio⁴, al que no somos ajenos, impone la necesidad de establecer con claridad y precisión las reglas de juego. Por último, y conectado con lo anterior, la efectiva aparición del euro crea las bases objetivas para la creación de un gran mercado de valores europeo al que, desde luego, habrá que dar forma legal, avanzando más en el proceso de armonización de las diferentes legislaciones nacionales⁵.

Por la finalidad meramente introductoria del trabajo, se ha adoptado un estilo expositivo deliberadamente conciso que espero que el lector sepa perdonar.

¹ Jiménez-Blanco, G., "La Comisión Nacional del Mercado de Valores y las Entidades del Mercado Financiero", en Alonso Ureba/Martínez-Slimancas y Sanchez (dir.), *Derecho del mercado Financiero Tomo I. Volumen 2*, Madrid, 1994, pág. 97.

² Rodríguez Saiz, L., Parejo, J. A., Cuervo, A., y Calvo, A., *Manual de sistema financiero español*, 9ª edic., Barcelona, 1996, págs. 440 y ss. *El País*, *Anuario de Economía y Finanzas 1999*, Madrid, pág. 229.

³ Soros, G., *La crisis del capitalismo global. La sociedad abierta en peligro*, Madrid, 1999, 21 y 133 *Capitals of capital. A survey of financial Centres*, "The Economist", 9 de mayo de 1998.

⁴ Desde una perspectiva crítica, Amin, S., *El capitalismo en la era de la globalización*, Barcelona, 1999, pág. 145. "el derecho mercantil —y especialmente el societario— sigue siendo competencia de los estados. Los proyectos de unificación —una exigencia evidente debido a la aparición de multinacionales europeas en lugar de las alemanas, británicas o francesas— no van más allá del discurso puramente retórico o de los estudios académicos".

¹ En este sentido, Jiménez-Blanco, A., *Derecho público del mercado de valores*, Madrid, 1989, pág. 119, quien recuerda que la auditoría de cuentas es obra de una empresa *ad hoc* y el folleto informativo de las entidades correspondientes, Cachón, "El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 55, 1994, pág. 666. Fuertes, M., *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Valladolid, 1996, pág. 333 y Zunzunegui, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, 1997, págs. 109 y ss.

II. LA FUNCION DE LA CNMV

Como es lógico, debemos comenzar recordando, aunque sea brevemente, el papel que cumple la CNMV en la organización y funcionamiento de los mercados de valores.

Como es sabido, los mercados de valores son mercados institucionalmente organizados que se rigen por un conjunto más o menos articulado de normas cuya finalidad primordial es ofrecer seguridad y garantías a los inversores⁶. La necesidad de esa regulación se ha justificado por distintas razones que, en última instancia, remiten a la complejidad de esos mercados y a su importancia para la economía general⁷ puesto que su función social es, como se sabe, facilitar una mejor colocación de capitales y la distribución óptima de los recursos financieros⁸. Este arsenal normativo que, como se ha dicho, es muy minucioso y completo tiene una finalidad doble al pretender garantizar, el correcto funcionamiento del mercado, al mismo tiempo que se protege al inversor, en particular al individual⁹.

Pues bien, el cumplimiento efectivo de esos objetivos es la razón de ser de la CNMV cuya función es velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines (art. 13.II LMV). Para ello y a imagen y semejanza de la SEC¹⁰, la CNMV —que puede ser calificada como la autoridad que gobierna el mercado de valores— ha sido investida de todas las potestades¹¹ y dotada de todos los medios personales y materiales que el legislador ha considerado necesarios.

⁶ Anno Ortiz, G., y Sala Arquer, J.M., *La bolsa española. marco institucional*, Madrid, 1987, pág. 24.

⁷ Fabozzi, F.J., Modigliani, F., y Ferri, M.C., *Foundations of Financial Markets and Institutions*, 2ª edic., Nueva York, 1998, pag. 35.

⁸ Soros, G., *The Alchemy of Finance*, Nueva York, 1994, pag. 322, entiende que la regulación puede prevenir la inestabilidad inherente a estos mercados, aunque una excesiva regulación puede producir distorsiones y rigideces. Entre nosotros, Sánchez Andrés, A., "La Bolsa de valores como forma de mercado y como pieza del sistema financiero", AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Rodríguez Sastre*, Madrid, 1985, pág. 415.

⁹ Sobre la noción de inversor, resulta inexcusable consultar el trabajo de Fernández Pérez, N., *La protección del inversor: aspectos jurídico-societarios*. Tesis doctoral inedita, Universidad de Alicante, 1999. Que el destinatario de esa especial protección es el inversor individual se desprende del hecho de que cuando una OPV tiene como destinatarios exclusivos los inversores institucionales, entonces no estarán sujetos a verificación y registro por parte de la CNMV, las cuentas anuales ni el folleto informativo (art. 7.1 a) RD 291/1992). Sobre ello, vid., Tapia Hermida, A. J., "Artículo 7 Excepciones parciales", en Sánchez Calero, F., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, pag. 183, lo que se justifica, a juicio de este autor, por la capacidad de autoprotección de esos inversores.

¹⁰ Como es sabido, la Securities and Exchange Commission (SEC) fue creada por la Exchange Act de 1934 que junto con la Securities Act de 1933 constituyen los pilares normativos sobre los que se apoya el entramado institucional de los distintos mercados de valores en EE.UU. (NYSE, NASDAQ, CME, CBOE, etc...) (Loos y Seligman, *op cit*, págs. 50 y ss. Un balance muy crítico, casi acido, del papel que ha jugado la SEC en los años 80 y 90 puede leerse en Miller, M., "Regulación de derivados: ¡basta ya!", en *Los Mercados de Derivados*, *op cit*, págs. 87 y ss. Una respuesta implícita a esta posición, Soros, G., *La crisis del sistema capitalista global*, *op cit*, págs. 219 y ss.

¹¹ Zunzuneguil, F., *op. cit.*, pág. 107, entiende que esas facultades deben calificarse como derechos-función.

En efecto, la CNMV dispone de limitadas facultades normativas (art. 15 LMV), y de unas muy amplias facultades de supervisión e inspección y sancionadoras. Estas últimas se han visto reforzadas de manera notable por las leyes 37/1998, de 16 de noviembre y 20/1998, de 30 de diciembre, que han reformado la Ley 24/1988, de 28 de julio.

En efecto, la potestad supervisora e inspectora le permite recabar de cualquier sujeto que intervenga de una u otra manera en el mercado de valores toda la información que estime necesaria sobre las materias que son objeto de la ley, debiendo poner a disposición de la CNMV cuantos libros, registros y documentos aquella considere precisos (art. 85.1 LMV). El obstáculo o impedimento de esas facultades supervisoras constituye una infracción muy grave que puede ser objeto de sanción en vía administrativa (art. 99.t LMV) y penal (art. 294 CP)¹². A la vista de ello parece posible permite sostener que la CNMV no es un mero receptor pasivo y acrítico de la información que le proporcionan los sujetos que de una u otra manera intervienen en el mercado pues, por el contrario, aquella puede y, en realidad, debe recabar —por sí misma, si fuera necesario— toda la información que considere necesaria para el cumplimiento de sus funciones, sin conformarse con la que le suministran aquellos.

III. LA INFORMACION Y EL MERCADO DE VALORES

Según la teoría clásica, la información es una condición necesaria para la existencia de un mercado de valores perfectamente competitivo¹³. Sentado esto, se afirma que a diferencia de lo que sucede en otros mercados, en los de valores, la información constituye un bien público¹⁴, con lo se concluye que el legislador debe adoptar las medidas necesarias para asegurar la existencia de un flujo continuo de información básica a los mercados, pues con ello se facilita una mejor formación de los precios, al disminuir los costes de transacción derivados de la búsqueda de una información que, de otra manera, sería difícil, cuando no imposible, adquirir¹⁵.

¹² Una de las finalidades de este precepto es reforzar las facultades supervisoras e inspectoras de la CNMV (Sánchez Álvarez, M.M., *op. cit.*, pag. 198).

¹³ Stieglar, G.J., *La teoría de los precios*, Madrid, 1968, pág. 104 y Friedman, M., *Teoría de los precios*, Madrid, 1982, pág. 285.

¹⁴ Clark, RCH., *Corporate Law*, Boston-Nueva York, 1986, pág. 720 y Coffee JR., J. C., "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System", *Virginia Law Review* 70, 1984, 717.

¹⁵ Demstz, H., "Maximización de beneficios y comportamiento racional", en *La economía de la empresa*, Madrid, 1997, pág. 108, a partir de la crítica a la distinción de Knight entre riesgo e incertidumbre, alude a lo que denomina coste de comprender que viene determinados por el tiempo que se dedica a comprender como un flujo determinado de datos afecta a un problema específico. En este sentido podría afirmarse que sin ese flujo incesante de información el mercado quizás no pudiera funcionar con la rapidez con la que lo hace (Coase, R.H., "La estructura institucional de la producción", en *La empresa, el mercado y la ley*, Madrid, 1994, pág. 214). A lo dicho en el texto debe añadirse que los costes de transacción disminuyen, también, por la estandarización de la

Frente a ello, un autorizado sector de la doctrina sostiene que en la medida que los mercados de capitales son competitivos, estos son capaces de generar por sí mismos información acerca de sus productos, de lo que se desprende que la intervención del Estado en este punto es, como mínimo, innecesaria por redundante, cuando no perturbadora¹⁶.

No es esta, sin embargo, la opinión dominante. Sobre la base de la experiencia¹⁷ se considera que el mercado no es capaz de garantizar por sí mismo un flujo de información suficiente y veraz, con lo que entiende plenamente justificado intervenir estableciendo determinadas medidas legales que aseguren la total transparencia de los mercados de valores (*disclosure*)¹⁸, imponiendo a los sujetos la obligación de informar de manera veraz (arg. ex art. 290 CP) sobre aquellos aspectos que se consideraran relevantes, en la medida de que puedan influir sobre las decisiones de los inversores, y, al mismo tiempo, se les exige que ofrezcan esa información de manera simultánea al mercado, a fin de evitar o al menos disminuir los costos inherentes a la inevitable asimetría en la información¹⁹.

Como se ha dicho, la necesidad de imponer por mandato legal la transparencia se apoya en una

idea muy simple, que puede expresarse con las conocidas palabras del *Justice Brandeis* de que la luz solar es el mejor de los desinfectantes y la luz eléctrica es el mejor policía contra los abusos de los que gestionan el dinero ajeno²⁰. Al mismo tiempo, la necesidad de imponer por ley la simetría en la información pretende garantizar la igualdad de los inversores individuales frente a los inversores institucionales y a los administradores de las sociedades cotizadas²¹. Como es sabido, el artículo 285 del Código Penal sanciona las violaciones más graves de este mandato²².

²⁰ Brandeis, L.O., *El dinero de los demás*, Barcelona, 1994, pág. 99 y, en particular, pág. 108, en palabras que, por su elocuencia, deben transcribirse, "la transparencia debe ser real, y debe ser una transparencia en beneficio del inversor... para ser efectiva, el conocimiento de las informaciones debe llevarse a casa del inversor y la mejor forma de hacerlo es exigiendo que las informaciones queden expuestas en caracteres claros y grandes en cada nota, circular, carta o publicidad que invite al inversor a comprar". Sánchez Andrés, A., "La Reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras", *Revista de Derecho Bancario Bursátil*, 1990, pag. 12

²¹ Se denominan inversores institucionales a los intermediarios financieros y en general a las entidades que captan ahorro privado y lo canalizan a la inversión en títulos de participación societaria, entre otras inversiones (Trias Sagnier, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Madrid, 1998, pag. 91). En este punto no podemos dejar de señalar la contradicción que se aprecia entre la exigencia de igualdad de los inversores en el acceso a la información y la recomendación que hace el Informe de la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades, el gobierno de las sociedades cotizadas (el llamado Código Olivencia) que recomienda a los Consejos de administración crear canales de comunicación privilegiados con estos inversores, con lo que se canoniza que estos inversores disfruten de más información que el resto de los inversores, antes que ellos y probablemente de mayor calidad. En un sentido similar, *vid.* Tapia Hermida, A., "Los accionistas y el gobierno de las sociedades cotizadas Observaciones a la vista de algunas crisis financieras recientes", AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, II, op. cit., pág. 2555 a quien sigue Roncero Sánchez, A., "Los inversores institucionales y el denominado Gobierno Corporativo", en Esteban Velasco (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, pág. 689. Esta contradicción sólo puede resolverse, como es lógico, a favor de la supremacía incondicional y con todas las consecuencias de las normas legales, que en este caso son imperativas, sobre las recomendaciones del Código, de manera tal que éstas sólo pueden aplicarse dentro de los límites que aquellas fijan.

²² Ruiz Rodríguez, L.R., *Protección penal del mercado de valores (infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia, 1997, pags. 342 y ss., criticando, sin acierto a mi modo de ver, que el artículo 285 CP no sancione el uso de información privilegiada por parte de los emisores de valores (pág. 344) y ello es así por la sencilla razón de que el emisor del valor sólo puede ser obviamente la sociedad que lo crea, con lo que no existe problema en entender comprendido en el precepto a los administradores, directivos y empleados de dicha sociedad (Martínez-Buján Pérez, C., *Derecho penal económico Parte especial*, Valencia, 1999, pag. 139, aunque este autor alude, con escaso rigor técnico, a unas allí llamadas personas protagonistas de la sociedad emisora). Sobre la concepción del *insider*, *vid.* Chiarella vs. United States, 445 U.S. 222 (1980), con voto disidente del Chief Justice Burger —donde se sientan las bases de la teoría de la *misappropriation*—, y *Dirks vs. SEC*, 463 U.S. 646, 1983 que reducen el abanico de infractores a los *insiders* a los administradores, altos directivos y accionistas de control y a todos aquellos que mantienen una relación de confianza y confidencial con la sociedad. Nuestro artículo 285 CP, al prescindir de este requisito subjetivo de la confianza, puesto que se limita a exigir que la información con la que se trafica haya sido obtenida con ocasión del ejercicio de la actividad profesional o empresarial, amplía el concepto de iniciado, lo que permite comprender los supuestos de *misappropriation* que, como se sabe, ha sido adoptado como criterio por los Circuitos 2, 3, 7 y 9 de EE.UU. (*vid.* *SEC vs. Cherif*, USCA, Fd7, 1992, 966; *SEC vs. Matera*, Fd2, 1984, 197, ES vs. Nuewman, Fd2, 1981, 664). Volviendo al artículo 285 CP, resulta que una interpretación literal del mismo permitiría perseguir al camarero, taxista, periodista o impresor que han conocido la información

información a suministrar (Bloomenthal H., *Securities Law Handbook*, Nueva York, 1995, pág. 64). Entre nosotros García de Enterría, J., "Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al *securities law* de los Estados Unidos", *Revista de Derecho Mercantil*, 1989, págs. 653 y ss.

¹⁶ Esta es la posición de la llamada Escuela de Chicago; por todos, Sttiegler, G., ("Public Regulation of the Securities Markets", 37 *J. Bus.* 117, 1964) —un trabajo que sólo pueden calificarse como un clásico inexcusable— y Benson, G.J., ("Required Disclosure and the Stock Market An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934", *American Economic Review*, marzo 1973, págs. 132 y ss.), entre los economistas. Entre los juristas pueden destacarse a Posner, R., (*Economic Analysis of Law*, 4ª edic., Boston-Nueva York, 1992, págs. 445 y ss.) y Easterbrook, F.H., y Fischel, D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1991, págs. 262 y ss., 286 y ss. Al respecto debe tenerse presente que estos autores parten de la consideración de que la falta de información o la asimetría en esta constituyen fallos del mercado y que, por ello, deban considerarse de manera negativa. En esta línea parecen situarse los autores del llamado *Libro blanco sobre el papel del Estado en la economía española*, Termes, R., (dir.), Madrid, 1996 que en la pág. 697, proponen simplificar y reducir las exigencias de información del folleto de emisión.

¹⁷ Loos, L., y Seligman, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, op. cit., págs. 24 y ss. y, en particular, pag. 29 Es la experiencia la que permite defender la tesis de la incapacidad del mercado para solventar por sí mismo sus crisis más graves (Soros, G., *La crisis del capitalismo global*, op. cit., págs. 151 y 158 y ss.). Desde una perspectiva diametralmente opuesta, muy crítica con la idea de mercado financiero regulado legislativamente y controlado por una autoridad administrativa, Miller, M., en la colección de artículos agrupada en los libros *Innovación y volatilidad en los Mercados Financieros*, Madrid, 1994, *passim* y *Los mercados de derivados*, Madrid, 1999, *passim*, en especial, págs. 61 y ss.

¹⁸ Loos L., y Seligman, J., op. cit., pág. 7: "hay un tema recurrente: la transparencia, de nuevo la transparencia y una vez más la transparencia"

¹⁹ Mankiw, N. G., *Principios de economía*, Madrid, 1998, pag. 522, pone de relieve que la información asimétrica incide negativamente en el funcionamiento del mercado porque la persona desinformada corre el riesgo de comprar un bien de baja calidad. Assmann, H.D., "La responsabilita da pospetto", en Abbadessa, P. y Rojo, A., *Il Diritto delle società per azioni problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, pág. 656. Notese que se alude a la información relevante para el mercado y no a toda la información existente, como erróneamente afirman Vicent Chulia, F., y Salinas Adelantado, C., "Derecho de sociedades y mercado de valores", *La Ley* 4779, 21 de abril de 1999, pág. 2, pues además de que ello no sería factible tampoco parece deseable.

Llegados a este punto, podemos establecer por qué deben registrarse la auditoría de las cuentas y el folleto de emisión. Si nos atenemos al artículo 92 *in fine* LMV ello no tiene otra finalidad que la de reconocer que esos documentos contienen toda la información requerida por las normas que fijen su contenido, con lo que parece afirmarse que la CNMV ejerce sobre aquellos un control formal²³. Como se ha avanzado, no podemos compartir este criterio, por las razones que seguidamente se exponen.

Resulta evidente que ambos documentos comparten una misma función informativa. La auditoría de cuentas, por estar orientada a comprobar si las cuentas ofrecen la imagen fiel del patrimonio²⁴, de la situación financiera y de los resultados de la sociedad, así como de la concordancia del informe de gestión con las cuentas (arts. 208 y 209 TRLSA) constituye un documento de consulta obligada para el inversor que por medio de su lectura se puede hacer una idea sobre el estado patrimonial de la

en el ejercicio de su profesión, por lo que no ha faltado quien ha defendido una interpretación más estricta del precepto, excluyendo a los *outsiders*, con lo que el elenco de sujetos activos se ceñiría a los *insider* en sentido propio (directivos, accionistas o empleados). En este sentido, Barja de Quiroga, J., "El abuso de información privilegiada", en Bacigalupo, E., (dir.), *Curso de Derecho penal económico*, Madrid, 1998, págs. 362, 345 y 344, donde rechaza de una manera un tanto expeditiva la teoría de la *misappropriation*, al considerarla escasamente convincente lo que ciertamente resulta muy llamativo si se recuerda que es la que ha sido adoptada por alguno de los más importantes Circuitos de Apelación de EE.UU., en particular el 2 y el 7, y que ha sido recogida en parte por el Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA) de 1988 que reforma el Insider Trading Sactions Act (ITSA) de 1984. A ello debe añadirse que el Tribunal Supremo de EE.UU. no se ha pronunciado, que sepamos, sobre esa teoría puesto que en el caso *Winters* el resultado fue un empate a cuatro. Dicho esto, tampoco podemos compartir la interpretación que se defiende, al menos en los términos en los que viene propuesta pues, a nuestro juicio, la expresión que utiliza el artículo 285 CP, "con ocasión del ejercicio de su actividad profesional" permite comprender, desde una interpretación acorde a los criterios del artículo 4.1 CP, a los *insiders* y también a aquellos *outsiders* que conocen la información *con motivo o precisamente por causa* de su profesión, de tal manera que el precepto excluye a los que toman conocimiento de la información de manera casual, al margen de su actividad profesional. Siendo así es claro que el taxista o el peluquero no pueden ser sujetos activos del delito, como tampoco lo puede ser el ascensorista que escuche una conversación y, sin embargo, no vemos problema en considerar como sujeto activo a los directivos y empleados de las agencias y sociedades de valores, los abogados, asesores fiscales, auditores o, incluso, porque no, a los periodistas económicos (*vid* Chasins vs. Shmith, Barney & Co Inc. 438, Fd. 2 1167, 1970 y EE.UU. vs. Carpenter 791, Fd2, 1024, 1986. Al llegar este caso al TS, éste confirmó la sentencia, aunque sin pronunciarse sobre la teoría de la *misappropriation* que había aplicado el 2º Circuito).

²³ Al respecto pueden resultar esclarecedoras las palabras del presidente de la CNMV ante la Comisión de Estudio sobre la intervención del Banco Español de Crédito, constituida en el Congreso de los Diputados que, la sesión celebrada el 15 de marzo de 1994 y en una intervención claramente orientada a eludir sus responsabilidades en dicho desastre, afirmó que lo que la Comisión se limitaba a analizar si el folleto incluye toda la información legalmente establecida, comprobar que esas explicaciones son claras, suficientes para tomar una decisión lo que no le impidió reconocer que la información llega al mercado básicamente a través del folleto.

²⁴ Sobre los problemas valorativos de las cuentas y su repercusión sobre la imagen fiel de las mismas, por todos, Girón Tena, J., "Las cuentas anuales", *Revista de Derecho de Sociedades* 1993, 2, pág. 29, y Gondra Romero, J.M.^a, "Significado y función del principio de 'imagen fiel' ('True and fair view') en el sistema del nuevo Derecho de Balances", en AA.VV. *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, pág. 592.

sociedad y, en particular, si existen riesgos para la situación financiera de la misma o tomar conocimiento de cualquier otra eventualidad que haya provocado la reserva de los auditores²⁵. De la creciente importancia de la auditoría da idea, por último, que el reciente Informe Olivencia haya propuesto la creación, para las sociedades cotizadas, de un Comité de Auditoría interno, entre cuyas funciones se incluyen canalizar las relaciones entre el Consejo de administración de la sociedad y los auditores externos²⁶.

Algo similar puede decirse respecto al folleto informativo que debe contener toda la información que se considera necesaria sobre el valor que se pretende emitir, a fin de que el inversor pueda calibrar el riesgo de la inversión (art. 28.I LMV). Su importancia reside en que es el único elemento informativo de la emisión, puesto que el tríptico se elabora a partir de él (arts. 15, 22.1 y 23 RD 291/1992)²⁷. Su finalidad es reflejar la situación personal, económica y jurídica de la sociedad y por ello su falsedad está sancionada por el ex artículo 290 CP²⁸.

Siendo así, parece innegable que el depósito y registro de esos documentos en la CNMV no tiene otra finalidad que la de permitir la máxima transparencia de los mercados de valores y por esta vía proteger a los inversores (art. 13.II LMV) pues estos pueden disponer de manera sencilla y económica de información relevante sobre la sociedad a la que, en otro caso, probablemente tendrían dificultades para acceder. Siendo así, la CNMV viene obligada a formular, respecto de esa documentación, un juicio tanto formal como material que se pro-

²⁵ En efecto, el elenco de reservas potenciales es amplio, ya que excede, con mucho, las señaladas en el artículo 209 TRLSA. Así, por ejemplo, los auditores están obligados a señalar si han sufrido cualquier limitación impuesta en su actividad; reseñar cualquier incidencia; constatar las eventuales infracciones de las normas legales o estatutarias en la confección de las cuentas, en particular las que se refieren a la claridad de las cuentas, criterios de valoración, observancia de principios contables; por último, deben señalar asimismo cualquier hecho que hubieren comprobado cuando éste suponga un riesgo para la situación financiera de la sociedad (Arana Gondra, F.J., *La Ley de Auditoría de Cuentas*, Madrid, 1995, págs. 164 y ss. e Illescas Ortiz, R., "Las cuentas anuales Auditoría, aprobación, depósito y publicidad de las cuentas anuales", Uria, R., Menéndez, A., y Olivencia, M., *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles. Tomo VIII. Volumen 2º*, Madrid, 1993, págs. 125 y ss.).

²⁶ Sobre estas cuestiones, critico con el planteamiento del Informe Olivencia, Sanz Paraiso, L.F. "Las Comisiones de Auditoría y Cumplimiento", en Esteban Velasco (coor.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, op. cit., págs. 403 y ss.

²⁷ Loos, L., y Seligman, J., op. cit., págs. 122 y 150 y Schwark, E., *Börsengesetz. Kommentar*, 2º edic., München, 1994, pág. 290, quienes aluden a la naturaleza bifronte o esquizofrénica del folleto ya que la mismo tiempo es parte del contrato de compraventa de los valores y, en esa medida, tiene naturaleza contractual pudiendo afirmarse que constituye la parte general de adhesión, de dicho contrato, por lo que es de aplicación lo dispuesto en la legislación de protección de consumidores y usuarios (vid. Fernández Pérez, op. cit., *passim*). Entre nosotros, respecto al aspecto informativo del folleto, Sánchez-Calero, Guilarte, M., "Artículo 15. Contenido ordinario del folleto", en Sánchez Calero, F., (dir.) *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, pág. 345.

²⁸ Sánchez Alvarez, M. M., *Los Delitos Societarios*, pág. 117. La omisión del deber de registro de ambos documentos en la CNMV puede considerarse, cuando concurren los demás requisitos exigidos para ello, como incardinable en la conducta descrita en el artículo 294 CP. El párrafo 264a del StGB sanciona la falsedad del folleto.

yecta sobre cuatro aspectos: su legalidad, su suficiencia, su verosimilitud y su coherencia²⁹, a diferencia de lo que sucede, por ejemplo, con el Registro Mercantil que se limita a calificar, esto es, a formular un juicio de legalidad respecto de los documentos que se le presentan para su inscripción.

La CNMV formula un juicio formal que abarca dos aspectos. Por un lado, hace un juicio de legalidad sobre los mencionados documentos, comprobando que su autor es el determinado por la ley; que han sido confeccionados y aprobados respetando el procedimiento establecido al efecto y que reúnen los requisitos de forma exigidos a tal fin (arts. 8.2 y 10 RD 291/1992). Al mismo tiempo y en aras de asegurar al máximo la transparencia, la CNMV debe velar porque el folleto esté redactado con un lenguaje claro y preciso, de forma que no de lugar a la formación de un juicio erróneo entre sus destinatarios, los inversores, por lo que aquella está facultada para exigir la rectificación de aquellos aspectos del mismo que no se ajusten a esos parámetros (art. 15 RD 291/1992)³⁰, a lo que debe añadirse la facultad que le asiste para añadir de oficio aquellas advertencias y consideraciones que faciliten su análisis y comprensión (art. 20.6 RD 291/1992)³¹.

Junto a ello, la CNMV comprueba que el folleto ofrece la información requerida legalmente con carácter mínimo (arts. 17, 18, 19 y 20 RD 291/1992). Junto a ello, la CNMV puede exigir, sin límite alguno o sujeción alguna y cuantas veces lo considere oportuno, toda cuanta información adicional considere necesaria para que el inversor esté en condiciones de formarse un juicio fundado sobre la oferta que contiene el folleto (arts. 13.II y 28 LMV y 20.6 RD 291/1992).

La posibilidad de que la CNMV formule un juicio sustantivo sobre el folleto es ciertamente polémica pues se considera, con parte de razón, que ello podría suponer una vuelta subrepticia al viejo sistema de autorización administrativa previa de la emisión, que ha sido desterrado por el artículo 27 LMV. En efecto, el uso desmedido por parte de la CNMV de la facultad que él concede a la CNMV el artículo 20.6 RD 291/1992, de exigir del emisor toda cuanta información adicional estime necesaria podría suponer un deslizamiento más o menos perceptible desde el ámbito del intervencionismo más o menos justificado al de la pura y simple arbitrariedad. En éste sentido cabe señalar que la información que solicita la CNMV es, en primer término, administrativamente obligatoria, aun en el caso de que aquella venga calificada como información adicional o complementaria. A lo dicho debe añadirse que esa in-

formación es teleológicamente típica (art. 15 RD 291/1992), de lo que se desprende que aquella debe guardar cierta relación, incluso indirecta, con la emisión que se pretende efectuar. En tercer lugar, se trata de una información objetivamente supervisada, lo que supone que la CNMV realizará su función sin acometer, en principio y por su cuenta, de oficio, investigaciones encaminadas a averiguar la verdad material de aquellos, salvo en casos realmente excepcionales (art. 12 RD 291/1992). En cuarto lugar, se trata de una información que tiene un destinatario específico: el potencial inversor. Por último, y ello es obvio, debe tratarse de una información actualizada (art. 19.3 RD 291/1992)³².

En este contexto se explica la necesidad de que la CNMV efectúe un juicio sustantivo de los documentos. Así esta valora, en primer lugar, si los acuerdos de emisión contienen infracciones graves del ordenamiento jurídico que puedan poner en peligro los intereses de los inversores o implica discriminación entre ellos, en cuyo caso aquella viene obligada a denegar el registro de la documentación (art. 8.3 RD 291/1992)³³.

En segundo lugar, viene obligada a comprobar si las cuentas y el folleto son verosímiles, para lo que debe confrontarlos con la información que obre en sus archivos, con la que pueda recabar del oferente o incluso, en aquellos casos que así esté previsto, con la que le procuren otras instituciones públicas, como el Banco de España. En particular, si apreciase la posible inobservancia en los informes de auditoría de la legislación en materia de auditoría de cuentas o de las normas técnicas de auditoría, la CNMV tiene la obligación de dirigirse al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas para que en el plazo de dos meses realice el oportuno control técnico del informe de auditoría (art. 12 RD 291/1992). Si el ICAC pone reparos a la auditoría, la CNMV deberá decidir bajo su responsabilidad si los ignora, si requiere a la sociedad para los subsane (art. 27 LMV y 12 RD 291/1992) o si acepta la auditoría. En este punto nos interesa señalar que entendemos que la CNMV está facultada para remitir al ICAC todas las auditorías que se le presenten, sin que ello esté sujeto a una OPV y ello es así por la sencilla razón de que en este último caso el oferente no está obligado a presentarla cuando la CNMV disponga ya de la misma, como consecuencia del cumplimiento de las obligaciones establecidas (art. 11.2 RD 291/1991, en relación con el art. 92.c LMV, aunque la redacción del nuevo art. 18.2.b) RD 291/1992 parece sugerir lo contrario). Por último, la CNMV examina la coherencia interna del propio documento.

Una vez concluido este proceso, la CNMV viene obligada a registrar el folleto o, en su caso, a denegarlo, si considera que el folleto no reúne los requisitos formales o materiales necesarios³⁴. Como es

²⁹ Alonso Espinosa, F J, *Mercado primario de valores negociables. Un estudio en torno al RD 291/1992, de 27 de marzo*, Barcelona, 1994, pag 90, Rubio Casas, M G., "Artículo 19 Neutralidad de la inscripción, en Sanchez Calero (dir), *Régimen jurídico* ., op. cit., págs. 438 y ss., a quien seguimos en gran medida. En el mismo sentido, Alonso Ureba, A., "Inexactitudes u omisiones del contenido del folleto informativo con motivo de una emisión/oferta de valores (en torno a los arts 20 y 21 DR 291/1992)", AA.VV, *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez III*, Madrid, 1996, pag. 3099.

³⁰ Loos, L, y Seligman, J., op. cit., pag., 146.

³¹ La eficacia de esta advertencia es bastante limitada, como lo muestra el conocido caso Tucker Corp, 256 USCA 7^a, Fd2, 1958, 808

³² Alonso Espinosa, F J, *Mercado primario de valores negociables, op. cit.*, págs 87 y ss., a quien seguimos en este punto.

³³ Sanchez-Calero Guilarte, J, op. cit., pag. 230.

³⁴ Así lo reconoce, críticamente, Sánchez-Calero Guilarte, J., "Artículo 8. Normas generales", en Sanchez Calero, F., *Régimen jurídico* ., op. cit., pag. 222, que no repara, a mi juicio, en que ese mayor grado de discrecionalidad de la CNMV que es marca común de las entidades de supervisión

lógico, la decisión que se adopte es susceptible del correspondiente recurso.

Si antes del fin de la emisión suceda o se conozca un hecho que no ha sido contemplado en el folleto o se advierta una omisión o inexactitud en éste que puedan influir de manera significativa en el precio de los valores que se ofrecen en venta, el oferente viene obligado a confeccionar un suplemento del folleto, que deberá cumplir los mismos requisitos de este último (art. 23.3.I RD 291/1992), de forma tal que si aquel no confecciona ese suplemento del folleto, ello se asimilará a la falta de registro del folleto (arg. ex art. 21.3 RD 291/1992), en cuyo caso la CNMV estará facultada y más bien diríamos que obligada a cancelar de inmediato el registro del mismo, lo que implica la automática suspensión de la oferta, sin perjuicio de aplicar las sanciones que correspondan, por comisión de una falta muy grave (art. 99.n), en relación con el art. 26.b), ambos de la LMV).

IV. LA RESPONSABILIDAD DE LA CNMV

Llegados a este punto estamos en condiciones de ocuparnos del artículo 92 *in fine* LMV. Como se ha dicho, éste señala que la CNMV no responderá por la falta de veracidad de la información contenida en los informes de las auditorías de cuentas y de los folletos informativos. Este precepto sólo puede interpretarse, a nuestro juicio, en el sentido de que la CNMV responde *ex* artículos 106 CE y 139 Ley 30/1992, de 26 de noviembre, por los daños producidos a los inversores a causa del cumplimiento deficiente de su función supervisora en punto a registrar una auditoría o un folleto que no reunían los requisitos formales o sustantivos para ello, en cuyo caso la CNMV venía obligada a denegar su registro al amparo de su facultades legales, ya descritas, y en cumplimiento de las obligaciones que le impone el artículo 13.II LMV³⁵. Esto no se contradice, desde luego, con que la CNMV no responda por la falta de veracidad de esos documentos, lo que sería aceptable si fuese su autora o si respaldase su contenido, lo que obviamente no es el caso.

La CNMV responde entonces como se ha dicho por haber acordado el registro indebido de esos documentos. Al respecto conviene recordar, por un lado, que esa decisión es facultativa y no obligada y, por otro, que la CNMV no está sometida al cumplimiento perentorio del plazo de un mes para adoptar una decisión al respecto, puesto que cualquier solicitud de información adicional sobre aquellos interrumpe de forma automática dicho plazo, que comienza a contar sólo desde que se complete toda la documentación —lo que incluye la que se pida con carácter adicional o aclaratorio—, según dispone el artículo 8.2 *in fine* RD 291/1992. Como es lógico, tampoco puede servir de excusa para justificar esa pretendida exención de responsabilidad, la complejidad o especial dificultad de la función supervisora, puesto que la CNMV dispone, como se ha señalado, de todos los medios legales, personales y materiales que resultan necesarios para el correcto desempeño de su función (*vid.* las consideraciones de la STS 25-1-1997, dictada a propósito de la muerte de un recluso en un centro penitenciario)³⁶.

Siendo así, el caso parece que debe tratarse como un supuesto de responsabilidad extracontractual de la administración por funcionamiento deficiente *ex* artículo 106, en relación con el artículo 103.1. ambos de la CE³⁷, con lo que la responsabilidad de la CNMV es objetiva, directa y normalmente concurrente con la del sujeto emisor del valor o con éste y con el auditor, en el registro de la auditoría, en cuyo caso la responsabilidad será solidaria, con lo que el perjudicado podrá dirigirse exigiendo el resarcimiento de los daños sufridos contra la CNMV. Según nos parece, están legitimados para exigir esa responsabilidad los inversores individuales e institucionales que hayan sufrido lesión por el anormal funcionamiento supervisor de la CNMV, pues no se advierten motivos que aconsejen excluir a los segundos, aunque en este último caso podría pensarse que quizás haya cierta culpa por parte del inversor (arg. *ex* art. 7.1.a) RD 291/1992) lo que permitiría quizás moderar el *quantum* de la indemnización (STS 26-10-1996) pero ello no supone que la CNMV quede eximida de responsabilidad³⁸.

del sistema financiero, por cierto, está justificado por la necesidad de proteger el inversor.

³⁵ En este mismo sentido, en la doctrina comparada, Crespi, "La falsità nel prospetto informativo inviato alla CONSOB ex articolo 18 legge 17 giugno 1974", *Rivista delle società* 1989, págs. 7 y ss. y Assmann, H.D., *op. cit.*, pag. 674 y, entre nosotros, Alonso Urbab, A, *op. cit.*, pag. 3100 y Rubio de Casas, M. G., *op. cit.*, pag. 453.

³⁶ Jimenez Blanco, A., "Supervision bancaria y responsabilidad administrativa", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 20, 1985, págs. 823 y ss. y De la Cuesta Rute, J.M., "Las responsabilidades de las Administraciones públicas por las alegaciones publicitativas de contenido financiero", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 18, 1985, págs. 247 y 263.

³⁷ Garcia de Enterría, E., y Fernández, T.R., *Curso de Derecho Administrativo II*, 4ª edic., Madrid, 1993, pag. 389 y Parada, R., *Régimen jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común*, Madrid, 1993, pag. 434.

³⁸ Garcia de Enterría, E., y Fernández, T.R., *op. cit.*, pag. 401. En contra, Rubio de Casas, M.G., *op. cit.*, pag. 458 que sostiene que, en tal caso, la CNMV no responderá.