



Roj: **SJPI 57/2015 - ECLI:ES:JPI:2015:57**

Id Cendoj: **28058420012015100001**

Órgano: **Juzgado de Primera Instancia**

Sede: **Fuenlabrada**

Sección: **1**

Fecha: **07/04/2015**

Nº de Recurso: **8/2015**

Nº de Resolución: **72/2015**

Procedimiento: **CIVIL**

Ponente: **JESUS MIGUEL ALEMANY EGUIDAZU**

Tipo de Resolución: **Sentencia**

55 Fructuoso v Bankia

JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA

Nº 1 DE FUENLABRADA

Sentencia núm.: 72/2015

Procedimiento: **Juicio ordinario nº 8/2015**

Objeto del juicio: **Mercado de valores. Oferta Pública de Suscripción. Doctrina del justo precio. Alteración del prorrateo. Derecho contable. Error inherente. Integridad del capital social. Responsabilidad por folleto. Teoría del fraude al mercado. Diligencia debida**

Demandante: D. Fructuoso

Procurador: D. Leopoldo Morales Arroyo

Letrado: D. José-Baltasar Plaza Frías

Demandada: **Bankia, S.A.**

Procurador: D. Francisco-José Abajo Abril

Letrado: D.ª Sara-Concepción Pérez García

En nombre del Rey, el Magistrado Ilmo. Sr. D. **JesúsAlemanyEguidazu**

SENTENCIA

En Fuenlabrada, a siete de abril de dos mil quince.

ANTECEDENTES DE HECHO

ANTECEDENTES PROCESALES

I. Demanda .- La demanda y la ampliación de demanda fueron presentadas el 7/1/2015 y 27/1/2015, respectivamente, ante el Decanato de los Juzgados de Fuenlabrada (reparto civil). La parte actora funda sustancialmente la pretensión en las siguientes acciones:

a) La **acción de anulación por error y dolo**, para terminar con **suplico** de (1º) anulación del contrato de suscripción; (2º) condena a la restitución por Bankia al adquirente del precio desembolsado por las acciones (19 998,75 ?), con restitución recíproca por la adquirente de lo que hubiera recibido por la titularidad de las acciones; (3º) condena accesoria a Bankia a abonar los intereses legales del precio desde la fecha de suscripción hasta la restitución y (4º) las costas. Subsidiariamente,

b) La **acción de responsabilidad civil por folleto** de emisión de valores, para terminar con **suplico** de (1º) condena a indemnizar los daños por la cantidad invertida (apreciándose un error material evidente en el suplico,



como se desprende de la pág. 14 de la ampliación de demanda); (2º) condena accesoria a «los intereses legales correspondientes» y (3º) las costas.

La demanda se turnó por reparto a este Juzgado, que la admitió a trámite, acordó sustanciarla por el cauce del juicio ordinario y emplazó a la parte demandada.

II. Contestación .- La parte demandada presentó contestación en tiempo y forma, oponiendo las **excepciones materiales** siguientes: (a?) asunción voluntaria del riesgo de cotización de la acción, producto no complejo, con advertencia suficiente de riesgos; (b?) cumplimiento del deber de información precontractual; (c?) legalidad del proceso de la OPS, con información auditada, supervisión por la CNMV y con la anuencia del FROB y del Banco de España; (d?) información financiera del folleto expresiva de la imagen fiel, auditada con opiniones favorables o certificada por el auditor, habiendo superado el emisor las pruebas de resistencia bancaria (*stress test*) de 2010 y 2011; (e?) circunstancias sobrevenidas imprevistas: contexto macroeconómico y financiero, cambios normativos; (f?) consentimiento a la suscripción, libre y sin error; (g?) culpa propia por mantener y no vender la acción; y (h?) improcedencia de restituir el capital con intereses; para terminar con **suplico** de desestimación íntegra de la demanda y condena en costas a la parte actora.

III. Audiencia previa .- La audiencia previa se celebró el 7/4/2015, con **asistencia** de todas las partes, sin llegar a conciliación y ratificándose en sus escritos rectores. Los **medios de prueba** admitidos fueron los que, propuestos por las partes, no se declararon impertinentes o inútiles. La prueba practicada fue la *documental* , pública y privada y la *pericial* de D. Pedro (economista, designado por la parte demandante). Asimismo se aportaron, con valor documental, por no haber sido designados ni por las partes (art. 336.1 LEC) ni por el tribunal (art. 339 LEC), los informes de D. Secundino y de D. Jose Carlos (inspectores del Banco de España, designados judicialmente para las diligencias previas nº 59/2012 seguidas ante el Juzgado Central de Instrucción nº 4 de la Audiencia Nacional), así como los informes de D. Juan Carlos /D.ª Agueda (economistas, designados por Bankia) y de D. Anibal (catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid, designado por Bankia). Tampoco cabe conceder valor pericial a los informes aportados junto con la contestación por falta de antelación a la vista del juicio verbal (art. 337.1 LEC). Finalmente, el llamado informe del FROB, es un escrito de alegaciones que, de haberse propuesto como informe pericial, sería susceptible de tacha por interés directo en el asunto (art. 377.1-3º LEC), al ser el informante accionista mayoritario de BFA, a su vez mayoritario de Bankia y porque BFA ha asumido costear las eventuales indemnizaciones cuando se supere un determinado umbral (hecho notorio del art. 281.4 LEC). Al ser la única prueba admitida la de documentos y al haberse ya aportado al proceso sin estar impugnados, se procede a dictar **sentencia sin previa celebración del juicio** , de conformidad con el artículo 429.8 de la Ley de Enjuiciamiento Civil .

IV. Siglarío de esta sentencia: " **Bankia** ", Bankia, S.A.; " **BFA** ", Banco Financiero y de Ahorros, S.A. (hoy, BFA, Tenedora de Acciones, S.A.U.); " **CBE 4/2004** ", Circular del Banco de España 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros; " **CC** ", Código Civil; " **CCom** ", Código de Comercio; " **CNMV** ", Comisión Nacional del Mercado de Valores; " **DCFR** ", Borrador del Marco Común de Referencia de 2009, de los Principios, Definiciones y Normas Modelo de Derecho Privado Europeo; " **Dir. 2003/71** ", Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE; " **Folleto** ", folleto informativo para la oferta pública de suscripción y admisión a negociación de acciones de Bankia, inscrito en el Registro Oficial de la CNMV el 29/6/2011 y suplementos registrados el 5/7/2011 y 11/7/2011; " **FROB** ", Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria; " **LCyU** ", Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias; " **LEC** ", Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil; " **LMV** ", Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; " **LSC** ", Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital; " **M?** ", millones de euros; " **NIC** ", Norma Internacional de Contabilidad; " **NIIF** ", Norma Internacional de Información Financiera; " **Oferta** " u " **OPS** ", Oferta Pública de Suscripción de Acciones litigiosa; " **PGC** ", Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad; " **PyG** ", cuenta de pérdidas y ganancias; " **RD 1310/2005** ", 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; " **SAP** ", Sentencia de la Audiencia Provincial, sección; " **STS 1ª** ", sentencia del Tribunal Supremo de España, Sala Primera y " **Resumen del Folleto** ", resumen del Folleto conforme al art. 27.3 LM V.

V. En la **sustanciación** del procedimiento se tienen por observadas las prescripciones legales.



HECHOS PROBADOS

Tras la apreciación de la prueba, motivada en el primer Fundamento de derecho y por prejudicialidad con nuestra **Sentencia nº 70/2015, de 31 de marzo**, siendo esta última sentencia firme (art. 222.4 LEC), se declaran probados los siguientes hechos:

Uno . Información corporativa sobre el emisor .- El Folleto y el Resumen del Folleto (o tríptico) contenían la siguiente información sobre el emisor: « *Bankia es una sociedad de nacionalidad española, tiene carácter mercantil, reviste la forma jurídica de sociedad anónima y tiene la condición de banco. Su domicilio social ésta en Valencia, calle Pintor Sorolla 8, y es titular del Número de Identificación Fiscal (NIF) A-14.010.342. El Grupo Bankia tiene su origen en la creación de un Sistema Institucional de Protección (SIP) de conformidad con lo dispuesto en el art. 4 del Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, que modifica el art. 8.3 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros por las Cajas en virtud del contrato de integración para la constitución de un Grupo contractual configurado como un sistema institucional de protección (" SIP ") suscrito con fecha 30/7/2010. Una vez cumplidas las condiciones suspensivas establecidas en el Contrato de Integración, el 3 de diciembre se constituyó la Sociedad Central del SIP bajo el nombre de Banco Financiero y de Ahorros, S.A. en la que Caja Madrid contaba con un 52,1% del capital social, Bancaja con un 37,7%, Caja Insular de Canarias con un 2,5%, Caja de Ávila con un 2,3%, Caixa Laietana con un 2,1%, Caja Segovia con un 2,0% y Caja Rioja con un 1,3%. En la misma fecha, el Consejo de Administración de la Sociedad Central aprobó su adhesión al Contrato de Integración con fecha 3 de diciembre de 2010. Posteriormente, [...] las Cajas y BFA aprobaron la segregación de los activos y pasivos financieros, bancarios y parabancarios de las Cajas para su integración en BFA que, asimismo, acordó segregar en favor de Bankia la titularidad de su negocio bancario, parabancario y financiero a Bankia con las excepciones que se señalan en el apartado 5.1.5 del Documento de Registro ».*

Dos . Características de la Oferta .- El Folleto y el Resumen del Folleto exponían la siguiente información:

a) Características de la Oferta. « *La operación consiste en una oferta de suscripción (...) de acciones de Bankia cuyo importe nominal global, sin incluir las acciones correspondientes a la opción de suscripción green shoe, es de 1.649.144.506 €, dividido en 824.572.253 nuevas acciones ordinarias, de dos (2) euros de valor nominal cada una de ellas, y la admisión a negociación de las acciones de Bankia. [...] El número de acciones que constituye el objeto inicial de la Oferta representa aproximadamente un 47,59% del capital social de Bankia, asumiendo la suscripción completa del aumento de capital que da lugar a la Oferta, y es ampliable hasta el 49,97% del capital social del Banco en el caso de que se ejercite en su totalidad la opción de suscripción green shoe. La banda de precios indicativa y no vinculante (la "Banda de Precios") para las acciones de la Sociedad objeto de la presente Oferta se ha establecido entre 4,41 y 5,05 € por acción, lo que implica asignar a la Sociedad una capitalización bursátil de la totalidad de sus acciones de entre 7.641 y 8.749 M€, aproximadamente, después de la ampliación de capital objeto de la Oferta de Suscripción. Como se ha señalado, la Banda de Precios es indicativa y no vinculante y, en consecuencia, el precio de la Oferta podría estar fuera de los citados rangos. Tomando como referencia la banda de precios indicativa y no vinculante, el importe efectivo de la Oferta será de entre 3.636 y 4.164 M€ (sin incluir el ejercicio de la opción green shoe). Asimismo, tomando como base los estados financieros consolidados proforma de Grupo Bankia a 31/12/2010, la capitalización bursátil supone un PER de entre 21,40x y 24,51x después de dicha ampliación de capital (sin incluir el ejercicio de la opción green shoe). La Oferta está distribuida en dos tramos, tramo minorista y para empleados y administradores y tramo para inversores cualificados. El tramo minorista y para empleados y administradores está dividido en dos subtramos: subtramo minorista y subtramo para empleados y administradores. Al tramo minorista y para empleados y administradores se le asignan inicialmente 494.743.351 acciones, que representan el 60% del número de acciones objeto de la Oferta (sin incluir la opción de suscripción green shoe). No obstante, el número de acciones asignadas a este tramo podrá verse modificado en función de la redistribución entre tramos prevista en el apartado 5.2.3 de la Nota sobre las Acciones. El importe mínimo por el que podrán formularse Mandatos y Solicitudes en el subtramo minorista será de 1000 € y el importe máximo será de 250 000 euros. [...] Asimismo, la asignación de acciones para el tramo minorista y para empleados y administradores estará sujeta a prorrateo en los términos establecidos al respecto en la Nota sobre las Acciones del Folleto Informativo ».*

b) Procedimiento de suscripción. « *El inversor deberá abrir cuenta corriente y una cuenta de valores en aquella de estas entidades ante las que presente su Mandato o Solicitud, en el caso de no disponer de ellas con anterioridad. La apertura y cierre de las cuentas deberán estar libres de gastos y comisiones para el inversor. Por lo que respecta a los gastos que se deriven del mantenimiento de estas cuentas, las citadas entidades podrán aplicar las comisiones previstas al efecto en sus respectivos cuadros de tarifas. El importe a pagar por los adjudicatarios de las acciones será únicamente el precio de las mismas, siempre que las peticiones de suscripción se cursen exclusivamente a través de las Entidades Aseguradoras del tramo minorista y para empleados y administradores*



de Bankia, en su condición de Entidad Directora del tramo minorista y para empleados y administradores, [...] o de las Entidades Colocadoras Asociadas, en su caso. No obstante, las entidades participantes autorizadas de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. ("Iberclear") podrán establecer, de acuerdo con la legislación vigente, las comisiones y gastos repercutibles que libremente determinen en concepto de administración de valores o mantenimiento de los mismos en los registros contables ».

c) Finalidad de la Oferta. « La OPS tiene por objeto reforzar y optimizar la estructura de recursos propios del Banco y así cumplir los requisitos establecidos en el Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero de 2011, para el reforzamiento del sistema financiero. [...] Por otro lado, el Banco considera que la OPS contribuirá a: (i) ampliar la base accionarial del Banco de modo que se consiga la difusión necesaria para la admisión a negociación oficial de las acciones del Banco en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia y su integración en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo); (ii) mejorar las condiciones de acceso del Banco a los mercados de capitales (incluyendo instrumentos de deuda); y (iii) potenciar el prestigio y la transparencia del Banco y la imagen de la marca Bankia como consecuencia de su condición de sociedad cotizada ».

d) Entidades participantes. « La coordinación global de la Oferta se llevará a cabo por Bankia, en su condición de entidad coordinadora global, Merrill Lynch International (...), Deutsche Bank A.G., London Branch (...), J.P. Morgan Securities Ltd. (...), UBS Limited (...) (las "Entidades Coordinadoras Globales"). Asimismo, Barclays Bank, PLC (...), BNP Paribas (...) y Banco Santander, S.A. (...) junto con las Entidades Coordinadoras Globales serán las Entidades Directoras del Tramo para Inversores Cualificados. Bankia, en su condición de Entidad Coordinadora Global será también Entidad Directora del Tramo Minorista y para Empleados y Administradores. El resto de entidades que participan en la colocación de la Oferta se enumeran en el apartado 5.4.1 de la Nota sobre las Acciones. A su vez, Bankia Bolsa S.V., S.A. intervendrá como entidad agente ».

e) Documentos accesibles al público. « En caso necesario, podrán inspeccionarse los siguientes documentos (o copias de los mismos) durante el período de validez del Documento de Registro en la CNMV: escritura de constitución del Banco, estatutos sociales vigentes, reglamento del consejo de administración, reglamento de la junta general de accionistas, reglamento interno de conducta en los mercados de valores, estados financieros consolidados auditados de Bankia a 31/3/2011, balances y cuentas de PyG consolidadas pro forma no auditadas de Bankia a 31/12/2010, balance y cuentas de PyG consolidadas pro forma no auditadas de Bankia a 31/3/2011, escrituras de las segregaciones de las Cajas en favor de BFA y de BFA en favor de Bankia y contrato marco suscrito entre BFA y Bankia. Estos documentos estarán a disposición de los interesados en la CNMV y en el domicilio social de Bankia, así como en su página web (www.bankia.com), a excepción de la escritura de constitución y de las escrituras de segregaciones que pueden consultarse en su domicilio social ».

Tres. Información financiera contenida en el Folleto .- El Folleto explicaba (págs. 193-4): « Como consecuencia de la reciente integración, a través de BFA, del negocio financiero, bancario y parabancario de las Cajas en Bankia, la única información financiera consolidada existente son los estados financieros intermedios resumidos consolidados y auditados de Grupo Bankia para el trimestre cerrado a 31/3/2011. El Emisor ha elaborado asimismo el balance de situación consolidado a 1/1/2011 a los meros efectos comparativos. Debido a la no existencia de información financiera consolidada histórica se ha elaborado una información financiera agregada no auditada de las siete Cajas que integran el Grupo BFA para el ejercicio 2009 que, junto con la información consolidada auditada (para el balance de situación) y consolidada pro forma (para la cuenta de resultados) del Grupo BFA para el ejercicio 2010 ofrecen una indicación de lo que hubiera sido la evolución del negocio de Grupo Bankia en el pasado ejercicio. No obstante, los estados financieros agregados de las siete Cajas de 2009 y la información financiera consolidada de 2010 de Grupo BFA no deben compararse con Grupo Bankia, ya que conforman perímetros de negocio diferentes en los que habrían de tenerse en cuenta los activos que han permanecido bajo la titularidad del BFA tras el proceso de segregación (...) y los que se han mantenido en las Cajas. Asimismo, las cuentas anuales auditadas de las Cajas de los ejercicios 2008, 2009 y 2010 están disponibles en sus respectivos domicilios sociales y en la CNMV y las cuentas anuales consolidadas de Grupo BFA del ejercicio finalizado a 31/12/2010 están disponibles en BFA, incorporándose al presente Folleto por referencia ».

a) Información financiera histórica anual. El Folleto y el Resumen del Folleto presentaban información financiera anual abundante, del que los datos más significativos para el inversor no cualificado pueden ser: (aa) Grupo Bankia : patrimonio neto consolidado (1/1/2011) 13 704 M?, beneficio atribuido al Grupo proforma (12/2010) 357 M?. (ab) Grupo BFA : patrimonio neto consolidado (12/2010) 10 673 M?, beneficio atribuido al Grupo consolidado (12/2010) 440 M?. Otras partidas ajustadas se desganan en el Fundamento V de esta resolución.

b) Información financiera intermedia. El Folleto y el Resumen del Folleto presentaban información financiera intermedia abundante, del que los datos más significativos para el inversor no cualificado pueden ser: (aa)



Grupo Bankia : patrimonio neto consolidado (3/2011) 13 875 M?, beneficio atribuido al Grupo consolidado (3/2011) 35 M?. (ab) *Grupo BFA* : patrimonio neto consolidado (3/2011) 11 070 M?, beneficio atribuido al Grupo consolidado (3/2011) 195 M?. Otras partidas ajustadas se desgranar en el Fundamento V de esta resolución.

Cuatro. Desarrollo de la Oferta .- Bankia publicó los hechos relevantes siguientes:

a) Precio máximo minorista de la Oferta. « A los efectos de lo previsto en el art. 82 LMV se comunica que, con esta fecha, Bankia y las Entidades Coordinadoras Globales de la OPS han fijado de común acuerdo el precio máximo minorista de la Oferta en 5,05 ? por acción. Éste es el precio que como máximo pagarán los inversores en el Tramo Minorista y para Empleados y Administradores de la Oferta por cada acción de Bankia que les sea adjudicada en dicho Tramo » (Hecho relevante de 12/7/2011).

b) Fijación del precio minorista. « A los efectos de lo previsto en el art. 82 LMV se comunica que, con fecha de hoy, Bankia y las Entidades Coordinadoras Globales de la OPS han fijado de común acuerdo el precio del Tramo para Inversores Cualificados de la Oferta en 3,75 ? (...). En consecuencia, el precio del Tramo Minorista y para Empleados y Administradores queda fijado también en 3,75 ? por acción (...). Este precio se sitúa por debajo de la Banda de Precios Indicativa y No vinculante recogida en el apartado 5.3.1. de la nota sobre las acciones del folleto informativo de la Oferta (...) y establecida por el Banco, de común acuerdo con las Entidades Coordinadoras Globales, entre 4,41 y 5,05 ? por acción. La asignación definitiva de acciones a cada uno de los Tramos de la Oferta ha sido la prevista en la Nota sobre las Acciones, sin que se haya producido redistribución alguna respecto del número inicial de acciones asignadas a los mismos: -Tramo Minorista y para Empleados y Administradores: 494.743.351 acciones. -Tramo para Inversores Cualificados: 329.828.902 acciones. [...] De conformidad con la información recibida de la Entidad Agente, la demanda registrada en el Tramo Minorista y para Empleados y Administradores al cierre del periodo de oferta pública, esto es, el 15/7/2011, ha superado el número de acciones ofrecidas en dicho Tramo. En consecuencia, de conformidad con las reglas previstas en la Nota sobre las Acciones, tal y como ha quedado modificada en virtud del Suplemento al folleto informativo aprobado el 12/7/2011, se procederá a realizar un prorrateo en el Subtramo Minorista de la Oferta con el fin de adjudicar las acciones a los mandatos de suscripción presentados en el citado Subtramo. Por su parte, al cierre del periodo de prospección de la demanda que ha finalizado en el día de hoy, la demanda registrada en el Tramo para Inversores Cualificados ha cubierto en su totalidad las acciones asignadas al citado Tramo, teniendo en cuenta el Precio del Tramo para Inversores Cualificados de 3,75 ? fijado hoy » (Hecho relevante de 18/7/2011).

c) Resultado del prorrateo. Por Hecho relevante de 19/7/2011 se informó del resultado del prorrateo en el Subtramo Minorista de la Oferta.

Cinco. Hechos relevantes que no figuran en los suplementos del Folleto .-

1) Rebaja Moody's . « Con fecha 6/7/2011, la agencia de calificación Moody's Investors Service ha asignado las calificaciones crediticias de Bankia, S.A.U. (...), que se sitúan en 'Baa2' a largo plazo y 'Prime-2' a corto plazo, con perspectiva negativa » (Hecho relevante 6/7/2011).

2) Rebaja Fitch para BFA. « Con fecha 14/7/2011, la agencia de calificación Fitch Ratings ha asignado las calificaciones crediticias de Bankia, S.A.U. (...), que se sitúan en 'A-' a largo plazo y 'F2' a corto plazo. El rating individual se sitúa en 'D' y la perspectiva de las calificaciones es estable » (Hecho relevante 14/7/2011).

Seis. Condiciones personales del demandante .- El demandante cuenta con 58 años de edad, estudios primarios y es funcionario. Era cliente desde hace treinta años de Caja Madrid, teniendo sus ahorros en depósitos y cuentas corrientes propios de un perfil financiero conservador.

Siete. Decisión de inversión .- La parte demandante decide acudir a la Oferta por recomendación de un empleado de su sucursal de costumbre. Recibió el Resumen del Folleto y un breve folleto panegírico titulado « Compartimos la confianza, compartamos el futuro ». En la orden de suscripción se afirma: « El ordenante declara que ha recibido información sobre el instrumento financiero al que se refiere esta orden y que la entidad NO le ha prestado un servicio de asesoramiento en materia de inversión, es decir, que no ha recibido recomendación personalizada alguna sobre el instrumento financiero al que se refiere la presente orden . Asimismo, el ordenante declara que con fecha 06/07/2011 ha realizado el test de conveniencia, facilitando la información necesaria sobre sus conocimientos y experiencia inversora en relación con el producto, para evaluar la adecuación o no de la inversión. El ordenante hace constar que ha sido informado de que el instrumento financiero al que se refiere esta orden resulta CONVENIENTE según sus conocimientos y experiencia inversora en relación con el producto ».

Ocho. Adquisición de las acciones .- El 1/7/2011, el demandante dio orden de suscripción de valores por mediación de Bankia, siéndole adjudicadas 5333 acciones, luego desembolsó 19 998,75 ?.

Nueve. Reformulación de las cuentas anuales de 2011 .- El 25/5/2012, alegando « Hechos posteriores acaecidos con posterioridad al 28/3/2012 », el Consejo de administración entrante reformula las cuentas



del saliente. Lo justifica y detalla del siguiente modo: « En este sentido, a la vista de la coyuntura económica y normativa, el contexto previsto de evolución del mercado, las circunstancias sobrevenidas y las recomendaciones y disposiciones mencionadas de los diversos organismos oficiales, se ha procedido a realizar un análisis de la razonabilidad de las estimaciones sobre la base de la información disponible y de la valoración y riesgo asociado a los activos y compromisos del Grupo existentes al 31/12/2011. Los Administradores han considerado que dada la relevancia de la información anterior, como consecuencia de acontecimientos e información sobrevenidos, era necesario formular unas nuevas cuentas anuales consolidadas que recogieran los mencionados hechos y modificaciones.

Las modificaciones que se han incorporado en las cuentas anuales consolidadas con respecto a los saldos reflejados en las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2011 formuladas originalmente el 28/3/2012 son las siguientes (entre paréntesis se muestra las Notas de las cuentas anuales consolidadas que se han modificado como consecuencia de estas correcciones):

- Se ha restimado el valor de determinados activos inmobiliarios mantenidos a través de sociedades y vehículos de inversión participados, directa e indirectamente, por Bankia por lo que se ha procedido a reducir el importe contabilizado de las inversiones mantenidas en las entidades tenedoras de estos activos registradas en las rúbricas "Activos financieros disponibles para la venta-Instrumentos de capital", "Inversiones crediticias-Crédito a la clientela" y "Participaciones" e incrementado el saldo de los ajustes por valoración registrados en la rúbrica "Ajustes por valoración-Activos financieros disponibles para la venta" del balance consolidado al 31/12/2011 por importe de 223, 140, 338 y 18 M?, respectivamente, con cargo a las rúbricas "Pérdidas por deterioro de activos financieros-Inversiones crediticias", "Pérdidas por deterioro de activos financieros-Otros instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias" y "Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)-Otros activos" de la cuenta de PyG consolidada del ejercicio 2011 por importe de 140, 241 y 338 M?, respectivamente (...).

- Se ha actualizado la información relativa a determinados compromisos asumidos por parte del Grupo en relación con sociedades e inversiones de naturaleza inmobiliaria (pactos de socios, compromisos y garantías concedidas por el Grupo, etc.) que ha supuesto realizar una revisión de la probabilidad de ocurrencia estimada de las posibles contingencias asociadas a los mismos, procediéndose a incrementar el saldo registrado en la rúbrica "Provisiones-Provisiones para riesgos y compromisos contingentes" del pasivo del balance consolidado al 31/12/2011 en un importe de 297 M?, con cargo, por el mismo importe, a la rúbrica "Dotaciones a provisiones (neto)" de la cuenta de PyG consolidada" del ejercicio 2011 adjunta (...).

- Como consecuencia de las circunstancias antes descritas en el contexto de la situación del mercado hipotecario al 31/12/2011 y su previsible evolución, se ha reducido el valor de determinados activos adjudicados (viviendas terminadas, oficinas, locales, naves y fincas rústicas) mantenidos por el Grupo, para reflejar el impacto del mencionado contexto sobre las valoraciones y tasaciones realizadas a dicha fecha. En este sentido, el ajuste en el valor de estos activos ha tenido como efecto una disminución de los saldos contabilizados en las rúbricas "Activos no corrientes en venta" y "Resto de activos-Existencias" del activo del balance consolidado al 31/12/2011 por importe de 1352 y 465 M?, respectivamente, con cargo a las rúbricas "Ganancias (pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas" y "Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto)-otros activos" de la cuenta de PyG consolidada del mencionado ejercicio 2011 por importe de 1352 y 465 M?, respectivamente (...).

- Como consecuencia de la revisión de la información disponible sobre determinadas carteras y riesgos de finalidad promoción y construcción inmobiliaria, se ha procedido a la reducción del saldo de la rúbrica "Inversiones crediticias-Crédito a la clientela" del balance consolidado al 31/12/2011 por importe de 1859 M?, con cargo a la rúbrica "Pérdidas por deterioro de activos financieros-Inversiones crediticias" de la cuenta de PyG consolidada del ejercicio 2011 por este mismo importe (...).

- Como consecuencia de estos hechos, se ha procedido a registrar el correspondiente efecto fiscal con abono a la rúbrica "Impuesto sobre beneficios" de la cuenta de PyG consolidada del ejercicio 2011 y con cargo al epígrafe "Ajustes por valoración-Activos financieros disponibles para la venta" del balance consolidado al 31/12/2011 por importe de 1407 y 5 M?, respectivamente, teniendo como contrapartida este importe un cargo en la rúbrica "Activos fiscales-Diferidos" del balance consolidado al 31/12/2011 por importe de 1402 M?.

El efecto de lo anteriormente descrito ha supuesto una modificación del resultado consolidado del ejercicio y los distintos márgenes mostrados en la cuenta de PyG consolidada, el estado de ingresos y gastos reconocidos consolidado, el estado total de cambios en el patrimonio neto consolidado y el estado de flujos de efectivo consolidado del ejercicio 2011, así como las cifras de requerimientos de recursos propios, recursos propios computables y ratios de solvencia y de capital principal del Grupo Bankia [...].



El efecto de las dotaciones a las pérdidas por deterioro anteriormente mencionadas y de la consideración de determinadas carteras de activos como subestándar han supuesto que las necesidades de dotaciones a las pérdidas por deterioro a realizar en el ejercicio 2012 por los requerimientos del Real Decreto-ley 2/2012 y del Real Decreto-ley 18/2012 adicionales con respecto a las dotaciones existentes al 31/12/2011 pasen a situarse en 4157 y 1452 M?, respectivamente, una vez descontado el saldo de la provisión de insolvencias no asignada de manera específica contabilizada al 31/12/2011. Por su parte, el requerimiento adicional de capital principal a constituir el Grupo Bankia de acuerdo a lo requerido por el Real Decreto-ley 2/2012 se estima en 1925 M?, viéndose modificadas, por tanto, las estimaciones iniciales realizadas por el Grupo a las que se ha hecho mención en los párrafos anteriores » .

Diez. Valoración del FROB .- En la Resolución de 16.4.2013, de la Comisión Rectora del FROB, por la que se acuerdan acciones de recapitalización y de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Grupo BFA-Bankia, aprobado el 27/11/2012 por el FROB y el Banco de España y el 28/11/2012 por la Comisión Europea, se informa de la valoración del propio FROB: « Segundo. En cumplimiento de lo dispuesto en los arts. 5 y 64.a) de la Ley 9/2012, de 15 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (Ley 9/2012), y siendo el Grupo BFA-Bankia receptor de un apoyo financiero público en los términos previstos en el citado Plan de Reestructuración, se procedió a la elaboración del Informe de Valoración Económica que fue aprobado por la Comisión Rectora del FROB. Esta valoración económica se ha determinado a partir del proceso de due diligence y sobre la base de los informes de valoración emitidos por tres expertos independientes designados por el FROB, de acuerdo con los procedimientos y metodologías comúnmente aceptadas que la Comisión Rectora estableció en su reunión de 10/10/2012. Del mencionado procedimiento [...] se obtiene como resultado un valor negativo de BFA de [...] (-10.444.000.000 ?), y de Bankia de [...] (-4.148.000.000 ?). Paralelamente, y a los efectos de lo dispuesto en el apartado 2 b) del art. 44 de la Ley 9/2012, se estimó por los mismos valoradores, siendo aprobado por la Comisión Rectora del FROB, un valor liquidativo negativo de Bankia de [...] (-49.635.000.000 ?) y un valor liquidativo negativo de BFA de [...] (-13.267.000.000 ?) para el caso de considerar a Bankia como valor cero, y de [...] (-64.092.000.000 ?) para la consideración del valor liquidativo de Bankia ».

Once. Reestructuración .- El 19/4/2013 se inscriben en el Registro Mercantil los acuerdos adoptados por la Comisión Rectora del FROB el 16.4.2013, consistentes en: « (i) la reducción del capital social de Bankia, S.A. en la cifra de 3.967.987.074,46 ?, mediante la disminución del valor nominal de las acciones de Bankia, S.A. de los dos euros por acción actuales a 0,01 ? por acción; (ii) la reducción del capital social de Bankia, S.A. en un importe de 0,54 ?, mediante la amortización de 54 acciones de 0,01 ? de valor nominal con la finalidad de posibilitar la agrupación de acciones derivada del contrasplit referido a continuación; y (iii) la agrupación de las acciones y aumento del valor nominal (contrasplit) de las acciones de Bankia, S.A., en una proporción de 100 acciones antiguas de 0,01 ? de valor nominal unitario por una nueva acción de 1 ? de valor nominal unitario », cotizando las nuevas acciones en el mercado continuo desde el 22/4/2013. Le siguió (iv) la amortización anticipada total de las obligaciones contingentes convertibles emitidas por Bankia, simultánea a la suscripción de una ampliación de capital por BFA con derecho de suscripción preferente y (v) determinadas acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

I

APRECIACIÓN DE LA PRUEBA

Los Hechos declarados probados, en esta redacción de mínimos, suficiente para la subsunción en las normas aplicables, están exentos de prueba por **plena conformidad** de las partes (art. 281.3 LEC); además de haber quedado corroborados por toda la **prueba** practicada. Respecto de tales Hechos, la prueba es suficientemente completa y no resulta desvirtuada por hipótesis alternativas más plausibles.

II

PRECIO JUSTO DE SUSCRIPCIÓN DE LAS ACCIONES

La parte demandante se queja de que el precio finalmente fijado para la adjudicación (3,75 ?) sobrevaloraba al Emisor, al basarse en una ratio precio/beneficio (*price earning ratio* [PER]) de 18,2x, que casi doblaba el de otras cotizadas del sector y eso al tiempo que menguaba la expectativa de beneficio del sector respecto a ejercicios anteriores.

Con esto, la parte demandante resucita la **doctrina del justo precio** como uno de los fundamentos de su pretensión de anulación. Sin embargo, en la mayoría de los Ordenamientos y a partir de las codificaciones decimonónicas, no rige un principio de conmutatividad entendido como equivalencia objetiva de las



prestaciones y ni siquiera un principio de intercambio de bienes porque se admiten incluso las atribuciones gratuitas y la creación de obligaciones unilaterales. El precio - cuyo pago es la obligación sinalagmática principal del comprador- no es necesario que sea un precio justo. Sobre la injusticia de la venta por razón del precio (*S. Th.* , II-II, 77.1), se ha impuesto el axioma de que las cosas valen tanto como aquello en que se pueden vender (*res tantum valet quantum vendi potest* [ACCURSIO, glosa *ad D.* 9.2.33]); o, en otras palabras, prevalece la autonomía de la voluntad libremente formada sobre el requisito del precio justo. «No forma parte del papel de los tribunales resolver o variar los contratos que se estimen gravosos sobre la base de los llamados principios de equidad» (*Great Peace Shipping Ltd v Tsavliris Salvage (Intl) Ltd* [2001] EWHC 529). Sería perturbador para el comercio en general y sería el fin de los mercados de valores que las situaciones jurídicas nacidas de los contratos pudieran ser revisadas o impugnadas al amparo, *sic et simpliciter* , de un supuesto principio de conmutatividad por falta de equivalencia de las prestaciones.

Ciertamente, en el Derecho romano y en algunas legislaciones se permitía la rescisión por lesión *ultradimidium* , cuando el precio (o la contraprestación) recibido no alcanzaba la mitad del valor o "verdadero precio" o "precio justo" (*C.* 4.44.2 y 8; como puntuales excepciones, arts. 1674 *Code* ; o 1074, 1476 y 1691 *CC*). Sin embargo, aunque alguna resolución profesa el conmutativismo o maneja la acción de enriquecimiento como sucedáneo de la rescisoria (obviando la justificación contractual del enriquecimiento), la explicación más sistemática de esta rescisión ha sido la inferencia, a partir de la lesión, de un dolo *in contrahendo* o un vicio de la causa o una perturbación de la función de la causa (*SSTS* 1ª 650/1967, 7.11 y 465/1981, 3.12) o «fundamentación causal del contrato» (*STS* 1ª 333/2014, 30.6 , a la par conmutativista).

De lo anterior se colige que la fijación de un precio de adjudicación que sobrevalora el comportamiento de la acción no afecta a la eficacia del contrato. Esto no excluye que el consentimiento en la aceptación de ese precio pueda estar viciado o que, en el extremo, la aparente compraventa sea, en sustancia, una donación porque el supuesto comprador no reciba nada a cambio. En definitiva, la impugnación de la eficacia de la suscripción, en su caso, habría de reconducirse a la presencia de un vicio del consentimiento o incluso en la causa de la operación.

III

ALTERACIÓN DEL PRORRATEO

En el Informe Pedro se concluye: « *El cambio en el cálculo en el prorrateo perjudicó a los accionistas ya que compraron finalmente más títulos de los que habían solicitado y fue un elemento imprescindible para lograr alcanzar la demanda mínima legal que garantizase cubrir el tramo minorista. De no haberse producido ese cambio en el prorrateo, Bankia no habría podido salir a cotizar al no haber llegado a la demanda mínima necesaria* ».

Al respecto, la parte demandante no especificó en su orden el número de títulos que deseaba adquirir y solo el efectivo comprometido para la adjudicación de las acciones que resultaran en función del prorrateo.

Ciertamente, ante la escasez de demanda de los títulos, Bankia y el resto de las entidades colocadoras rebajaron el precio de suscripción y modificaron el prorrateo para cubrir toda la Oferta. El cambio en el sistema de prorrateo consistió en que, para el cálculo de las acciones que debían adjudicarse en primera instancia, el divisor del efectivo comprometido dejó de ser el precio máximo minorista y pasó a ser el precio del tramo minorista (v. suplemento al Folleto de 12/7/2011).

Así pues, lo que el Suplemento llama "aclarar y concretar" es una modificación de un elemento esencial de la Oferta hasta el punto de que el Suplemento se ve en el deber de conceder un remedio: « *la publicación del presente Suplemento da lugar a un periodo de revocación de al menos dos días hábiles bursátiles, pero dicho periodo se entiende comprendido dentro del periodo de revocación de mandatos de suscripción que comienza el día 13/7/2011 y finaliza el próximo día 15/7/2011* ».

Jurídicamente, la declaración de suscripción es una declaración de aceptación (art. 1262 *CC*) que perfecciona el contrato de suscripción (art. 1258 *CC*) si bien, como es posible y frecuente la sobresuscripción -la demanda de títulos supera a la oferta-, queda provisionalmente indeterminado el número de acciones que finalmente se adjudicarán al inversor particular, cantidad que es determinable conforme a las reglas de prorrateo del folleto (art. 1273 *CC*).

No obstante, la alteración de las reglas de prorrateo entraña una modificación unilateral del modo de determinación del objeto del contrato, por lo que sería preciso un nuevo convenio o aceptación por el inversor con conocimiento del método definitivo de prorrateo. La modificación, una vez emitidas las declaraciones de suscripción, es un cambio de las reglas de juego contrario al principio de completitud del folleto, además de que las condiciones generales de la oferta forman parte de la información fundamental para la decisión de inversión (art. 27.1 y 3 *LMV*).



Esta variación de la Oferta, no puede cobijarse en la salvedad, hoy regulada, relativa a «condiciones finales de la oferta» porque (a) el método de prorrateo no es una condición que solamente puede determinarse en el momento de la emisión (art. 21.2 RD 1310/2005). (b) Tampoco puede considerarse un «nuevo factor, inexactitud o error», que habilite el suplemento del folleto (art. 22 RD 1310/2005) pues depende de la voluntad del oferente. (c) En virtud del nuevo artículo 16.3 de la Directiva 2003/71 (con valor postinterpretativo) se ha dictado el Reglamento Delegado (UE) nº 382/2014 de la Comisión, de 7 de marzo de 2014, por el que se complementa la Directiva en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en materia de publicación de suplementos del folleto. Este Reglamento no llega a plantearse la posibilidad de una alteración sobrevenida de las reglas de prorrateo y, verdaderamente, la finalidad de un suplemento es dar cauce al deber de actualizar la información pero no modificar las normas procedimentales de las ofertas públicas de valores. (d) Alguna legislación dispone que la publicación del suplemento genera un derecho de desistimiento de la suscripción, que debe ejercitarse en el breve plazo de dos días laborables siguientes al de publicación del suplemento (v. g. art. 87Q[4] Financial Services and Markets Act 2000 [" FSMA "]). Con todo, no se contempla el supuesto de que se suplemente el folleto en un caso no permitido. (e) Por añadidura, la modificación del prorrateo posterior a la orden de suscripción es abusiva porque vincula un aspecto del contrato a la voluntad del empresario (arts. 82.1 y 85 *pr.* LCyU).

Considerado lo anterior, ante una modificación unilateral de la OPS, la limitación del derecho de revocación de la orden de suscripción del inversor a un plazo brevísimo, no es de recibo conforme a nuestro Derecho común de contratos. Además, a la posibilidad de revocación no se le dio la publicidad exigible pues se publicó en un suplemento del día anterior (12/7) sin la publicidad propia de una condición general de una oferta pública, con infracción del paralelismo de formas contractuales.

La consecuencia jurídica sería la inexistencia entonces de la obligación de suscribir un número superior de acciones a aquellas que el inversor hubiera recibido con el método inicial y la posibilidad de declarar la nulidad parcial de la adquisición forzosa. Sin embargo, en este litigio, la cuestión no ha sido suscitada como fundamento de la pretensión de anulación y el principio de congruencia (art. 218.1 III LEC) impide basar nuestros pronunciamientos en esta circunstancia.

IV

INFORMACIÓN RELEVANTE

Además de la información financiera relativa al emisor Bankia, otras informaciones podrían llegar a ser relevantes en el juicio de anulabilidad por error o de responsabilidad por folleto. Especialmente se controvierte sobre la omisión de las rebajas en la calificación crediticia de Bankia o de BFA (*vide supra* Hecho probado Cinco). Además, merece explicarse en qué medida puede afectar al emisor la información financiera relativa a su sociedad dominante.

A) Rebajas en la calificación crediticia. - En proyección dinámica, la información correcta es la que está al día. En las ofertas públicas de valores, el supraprincipio de la buena fe y el objetivo de transparencia obligan a actualizar la información o corregirla mediante un suplemento.

Sobre si una rebaja en la calificación crediticia (*rating downgrade*) en el curso de la oferta obliga a suplementar el folleto, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM o ESMA) interpreta que «en línea con los compromisos del G20, el Reglamento nº 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia, estableció nuevas reglas en orden a reducir la confianza en calificaciones externas. Por ejemplo, este Reglamento obliga a las Autoridades de Supervisión a evitar referencias a calificaciones crediticias en sus reglas y guías de actuación cuando tengan el potencial de crear efectos mecanicistas. A la luz de esta regulación, la AEVM decidió no proponer requerir sistemáticamente un suplemento en el caso de rebajas de calificación crediticia» (ESMA, *Final Report, Draft Regulatory Technical Standards on specific situations that require the publication of a supplement to the prospectus* , 17.12.2013, § 164). Siguiendo esta pauta, el Reglamento Delegado (UE) nº 382/2014 de la Comisión no se pronuncia sobre si existe un deber de suplementar el folleto por rebajas de *rating* , aunque tampoco lo rechaza ya que su propósito es solo establecer un «conjunto mínimo de situaciones en las que se requerirá un suplemento» (considerando 5º).

El RD 1310/2005 prescribe que «deberá hacerse constar en un suplemento al folleto cualquier nuevo factor significativo, inexactitud o error que sean relevantes, relativos a la información incluida en el folleto, susceptible de afectar a la evaluación de los valores y que surja o se observe entre la aprobación del folleto y el comienzo de la negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea. Para determinar si el factor significativo, inexactitud o error afectan a la evaluación de los valores, se tendrá en cuenta el tipo de valor a que se refiere el folleto».



Por tanto, estimamos que, desde luego, si la calificación crediticia previa se hubiera incluido en el folleto, deberá suplementarse ante una rebaja de la calificación, por ser un supuesto de inexactitud sobrevenida. Diversamente, la interpretación conforme de nuestras normas al Derecho de la Unión y con el fin de conseguir el objetivo de política legislativa de reducir la excesiva dependencia de tales calificaciones crediticias (art. 5 quáter del Reglamento [UE] nº 462/2013) permite sostener que no se exige suplemento por una rebaja de la calificación si el folleto no incorporaba la calificación previa, como es el caso.

B) Relevancia de la información financiera relativa a BFA.- «El **folleto** contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores» (art. 27.1 *in medio* LMV). Además, «el folleto contendrá un **resumen** que, elaborado en un formato estandarizado, de forma concisa y en un lenguaje no técnico, proporcionará la información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en dichos valores. ¶ Se entenderá por información fundamental, la información esencial y correctamente estructurada que ha de facilitarse a los inversores para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen o que van a ser admitidos a cotización en un mercado regulado, y que puedan decidir las ofertas de valores que conviene seguir examinando» (art. 27.3 I y II LMV).

La información financiera relativa al emisor es la de la propia Bankia. Aunque, en la tesis de la defensa, la información relativa al Grupo BFA puede entenderse abundante e incluso excesiva, es lo cierto que el Supervisor exigió la inclusión en el Folleto. La explicación inmediata fue ampliar la información de los inversores potenciales, ya que Bankia acababa de constituirse en abril de 2011 y, en consecuencia, carecía de historial contable.

A nuestro juicio, la relevancia de la información financiera relativa a BFA y la correspondiente inclusión en el Folleto está plenamente justificada. (a) En primer lugar, por la explicada necesidad de ubicar contablemente a un emisor sin historia contable. (b) Dicho lo anterior, el punto de partida es la autonomía patrimonial de Bankia frente a BFA y que, vista la composición patrimonial intragrupo BFA, aquí la llamada garantía implícita de la sociedad matriz ante una eventual insolvencia de la filial no tiene especial valor. Ello no obsta posibles "eventos de grupo" con resultados patrimoniales y reputacionales compartidos. Señaladamente, si la sociedad dominante estuviera incurso en causa de disolución (como llegó a estar), el riesgo de liquidación de la dominante es un riesgo para la filial emisora ya que, en un escenario de liquidación, las acciones de la filial serían transmitidas a terceros, con cambio de control societario. (c) A lo que se añade que, especialmente en este contexto, aumenta el riesgo de que las decisiones sobre la filial se adopten en interés de la sociedad dominante o de sus acreedores. (d) Por otra parte, ante un eventual concurso de acreedores de la entidad dominante, algunas de las operaciones jurídicas que afectan directamente a la filial (v. g. operaciones de modificación estructural) serían susceptibles de ser objeto de acciones de reintegración. (e) Además, el riesgo reputacional es tal para una entidad financiera que, normalmente, la liquidación de la dominante suele arrastrar la de las filiales. (f) Muestra de la interrelación de situaciones es que la intervención de una entidad financiera del grupo no dejará de afectar a la valoración de mercado de otra filial del grupo, aunque la primera no consolide con la segunda y solo con la dominante común. De hecho, la intervención del Banco de Valencia afectó sensiblemente a la cotización de Bankia (21/11/2011). En consecuencia, tiene sentido analizar también las inexactitudes en la información financiera relativas al Grupo BFA. Finalmente, (g) de Derecho, cualquier emisor está obligado a informar de la estructura organizativa del grupo (apartado 7 del Anexo IV del Reglamento [CE] nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Dir. 2003/71).

V

ERRORES CONTABLES

A) Contexto fáctico.- Procuramos evitar la falacia de retrodicción (*hindsight bias* , *ex post reasoning* [*KSR Intl Co v Teleflex Inc* , 550 US 398 (2007)]) o el llamado "fraude por retrodicción" (*fraud by hindsight*) contra el que, en este ámbito, destacan las prevenciones de *Denny v Barber* , 576 F2d 465 (2d Cir 1978) y *DiLeo v Ernst&Young* , 901 F2d 624 (7th Cir 1990). El ideal es evaluar la información financiera conforme a los datos existentes a la fecha de la Oferta.

No obstante, los hechos y las decisiones del FROB *posteriormente* acaecidos confirman la grave situación financiera de BFA y de Bankia, corroborando los errores contables presentes en la información financiera que muestra el Folleto, dado que la parte demandada no acredita circunstancias que, por sí solas, permitan explicar el rescate patrimonial del grupo sobrevenido al poco tiempo. Algunas resoluciones han asumido, como verdad interina, que el resultado desproporcionado autoevidencia (*res ipsa loquitur*) que las cuentas no podían reflejar la imagen fiel de la entidad. En este sentido: (a) El *Informe Saturnino* calculó las necesidades de capital



del grupo en el escenario base en 13 320 M? y, en el escenario adverso, en 24 743 M?. (b) Posteriormente, el 28/11/2012 la Comisión Europea aprobó una inyección de capital por 17 959 M? junto con la conversión en capital de las participaciones preferentes convertibles titularidad del FROB (suscritas y desembolsadas el 28/12/2010) por 4465 M?, valorándose BFA para la determinación del precio de conversión en -13 635 M?. (c) La Comisión computó como ayudas de Estado la diferencia entre el precio de transferencia a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A. (" SAREB ") y el precio de mercado de los activos inmobiliarios; más 1759 M? de la financiación concedida por BFA/Bankia a Banco de Valencia, al tratarse de pérdidas evitadas por la intervención y recapitalización por el FROB. (d) El 26/12/2012 el FROB aprobó la recapitalización por 17 959 M?, valorando BFA en -10 444 M? y Bankia en -4148 M?.

Además, existen hechos *anteriores* que son un incentivo poderoso para la salida a Bolsa, pero también un incentivo perverso de maquillaje contable frente a los potenciales inversores. El artículo 1 del Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, aplicaba por adelantado los nuevos estándares internacionales de capital, Basilea III. Así, se establecía de modo inmediato un mínimo de capital principal, con relación a los activos ponderados por riesgo, siguiendo básicamente la definición que Basilea III disponía para 2013. Este nivel mínimo de la ratio de "capital principal" se situó en el 8%, siendo del 10% para aquellas entidades (como BFA y Bankia) que no hubieran colocado a terceros al menos el 20% de los títulos representativos de su capital y que, además, presentaran una ratio de financiación mayorista superior al 20%. Para alcanzar el 8%, Bankia necesitaba captar recursos ajenos por 1795 M?, mientras que para alcanzar el 10% 5775 M?. Precisamos que hoy la ratio de capital principal es el 9% (art. 1 RD-I 2/2011 redacc. Ley 9/2012).

En general, es cierto que el Gobierno de entonces (que aprobó el RD-I 2/2011 al día siguiente de la firma de la tercera adenda al Contrato de Integración), los reguladores (Banco de España y CNMV) y el sector financiero en general, tenían un enorme interés en que prosperara la OPS de Bankia, ya que de ella dependía la confianza en el sistema financiero español. No obstante, en un Estado de Derecho (art. 1.1 CE) el interés político y el financiero debe respetar los derechos individuales de los ciudadanos, a los que la justicia civil da la más inmediata respuesta.

B) Autonomía del Derecho contable.- «Se ha ido configurando un auténtico *Derecho Contable* en España, incardinado en el Derecho Mercantil, y caracterizado por la existencia de unos principios generales reconocidos en dichas normas legales, que a su vez han dotado a este Derecho de una sustantividad propia» (Preámbulo I.1 III Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la UE; también Introd. I 1 III PGC). «Consideramos que la cuestión controvertida es de naturaleza jurídica. El Derecho contable, por más que presente importantes especialidades respecto de otras áreas del Derecho, no es una ciencia o una técnica ajena al Derecho en la que los tribunales necesiten el asesoramiento de peritos. [...] Es una cuestión jurídica y el tribunal está plenamente capacitado para aplicar sus propios criterios para resolverla» (SAP Madrid 28ª 88/2009, 17.4).

En cuanto al *sistema de fuentes*, las cuentas consolidadas de las entidades con cotización oficial se deben elaborar de conformidad con las NIC adoptadas por la Unión (art. 4 Reglamento [CE] nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002 relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad).

La Circular nº 4/2004 del Banco de España es un cuerpo normativo vinculante en el ámbito de la relación de sujeción especial de las entidades de crédito frente al Banco de España: «El Banco de España ofrece, mediante la presente Circular, el desarrollo y la adaptación de las normas contables al sector de entidades de crédito, que combina, por un lado, continuidad con el especial papel que los aspectos contables han tenido en el modelo de regulación bancaria español y, por otra parte, la adaptación al nuevo marco contable representado por las NIIF. En su elaboración se ha respetado el contenido de las NIIF aprobadas por los Reglamentos de la Unión Europea y se ha atendido al marco conceptual en que se basan. Por tanto, en opinión del Banco de España, las entidades obligadas a formular cuentas anuales consolidadas que se ajusten en su elaboración a las normas establecidas en la presente Circular, cumplirán, en lo que se refiere a lo regulado en ella, la obligación que, en su caso, les corresponda de formular las cuentas anuales consolidadas de acuerdo con las NIIF aprobadas por los Reglamentos de la Unión Europea». No obstante, el Derecho contable de la Unión prevalece, en caso de discrepancia, a las adaptaciones que pudiera formular el Banco de España como regulador contable sectorial.

C) Principio de imagen fiel.- En España, el principio de imagen fiel se encuentra en los artículos 34 y 44 del Código de Comercio ; 254.2 , 256 , 268 y 229.1 a) de la Ley de Sociedades de Capital y 1.3 y 3.1 c) del Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio , por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas. «Las cuentas anuales deben redactarse con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa, de conformidad con las disposiciones legales. A tal efecto, en la contabilización de las operaciones se atenderá a su realidad económica y no sólo a su forma jurídica» (art. 34.2 CCom y 44 para las cuentas consolidadas).



El antecedente inmediato del principio es el de *image fidèle* (texto francés de la IV Directiva, art. 2); aunque la idea procede del Reino Unido, siendo la frase tradicional británica *true and fair view* (sec. 143 y 149.1 Companies Act 1948). En los Estados Unidos de América, la noción de *fair presentation* de la posición financiera se destaca desde *US v Simon*, 425 F2d 796 (2d Cir 1969) hasta 17 CFR § 210.3A-02: «Consolidated financial statements of the registrant and its subsidiaries». La expresión anglosajona se trasladó al Derecho de la Unión con la adopción de la NIC 1, párr. 15 (en su día, por Reglamento [CE] nº 1725/2003 y actualmente por el Reglamento [CE] nº 1126/2008 de la Comisión de 3 de noviembre de 2008 por el que se adoptan determinadas NIC de conformidad con el Reglamento [CE] nº 1606/2002): «Los estados financieros reflejarán fielmente la situación financiera y el rendimiento financiero, así como los flujos de efectivo de una entidad. La imagen fiel exige la representación fiel de los efectos de las transacciones, así como de otros eventos y condiciones, de acuerdo con las definiciones y los criterios de reconocimiento de activos, pasivos, ingresos y gastos establecidos en el Marco conceptual. Se presumirá que la aplicación de las NIIF, acompañada de información adicional cuando sea preciso, dará lugar a estados financieros que proporcionen una presentación razonable». Puede afirmarse una equivalencia sustancial entre las distintas formas de expresión del principio de imagen fiel (así, sec. 262[2A] UK Companies Act 1985).

D) Realidad económica de las operaciones.- «Tiene más validez lo que se hace que lo que con simulación se expresa»; «en los contratos se debe atender más bien a la verdad de la cosa, que a lo escrito» y «los actos simulados [...] no pueden alterar la realidad de la verdad» (*Cod. Iust.* 4.22.1-2). «La imagen fiel exige la representación fiel de los efectos de las transacciones, así como de otros eventos y condiciones, de acuerdo con las definiciones y los criterios de reconocimiento de activos, pasivos, ingresos y gastos fijados en el Marco conceptual» (NIC 1.13 *med.*) El artículo 34.2 del Código de Comercio concluye que «en la contabilización de las operaciones se atenderá a su realidad económica y no sólo a su forma jurídica». En el mismo sentido, la Norma 20ª «Emisión de instrumentos financieros» de la Circular nº 4/2004 del Banco de España dispone: «La entidad emisora de un instrumento financiero clasificará este, o sus componentes, en la fecha de su reconocimiento inicial, como pasivo financiero, activo financiero o instrumento de capital, de acuerdo con su fondo económico, cuando este no coincida con su forma jurídica, y con las definiciones de la norma vigésima».

(1) *Relación Bancaja-BISA-DB y Picton*. Bancaja Inversiones, S.A. (" **BISA** ") era el vehículo de las principales participaciones accionariales industriales de Bancaja en sociedades cotizadas. Bancaja (ahora BFA) dio entrada en el 30,02% capital de BISA a Deutsche Bank (" **DB** ") y a **Picton**, Sarl ("Picton") por un importe conjunto de 1335 M?.

Como contrato conexo económicamente, BISA concedió una opción de venta (*put*) a DB sobre su participación bajo condición suspensiva luego verificada. En virtud del anterior contrato, a efectos contables, DB no ha de considerarse socio minoritario sino acreedor, debiendo computarse su aportación a la ampliación de capital de BISA no como patrimonio neto del Grupo BFA sino como pasivo financiero. Efectivamente, la regulación anterior era muy ilustrativa: «será el fondo económico de un instrumento financiero, en vez de su forma legal, el que ha de guiar la clasificación del mismo en el balance de la entidad. Habitualmente, el fondo y la forma suelen coincidir, aunque no siempre lo hacen. Algunos instrumentos financieros toman la forma legal de instrumentos de patrimonio pero, en el fondo, son pasivos mientras que otros pueden combinar características asociadas con instrumentos de patrimonio y otras asociadas con pasivos financieros. Por ejemplo: [...] b) un instrumento financiero que dé al tenedor el derecho a devolverlo al emisor, a cambio de efectivo u otro activo financiero (un «instrumento con opción de venta»), es un pasivo financiero» (NIC 32.18 b] *init.* ; también Norma 21ª.6 CBE 4/2004). En la redacción actual, en vigor para los estados financieros cuestionados, sobre los instrumentos financieros con opción de venta (*puttable instruments*) se establece que «un instrumento financiero con opción de venta incluye una obligación contractual para el emisor de recomprar o reembolsar ese instrumento mediante efectivo u otro activo financiero en el momento de ejercer la opción». Solo se exceptúa de la definición de pasivo financiero si cumple toda una serie de condiciones, entre ellas, que «todos los instrumentos financieros de la clase de instrumentos que está subordinada a todas las demás clases de instrumentos tienen características idénticas» (NIC 32.16A [c]). Dado que no todas las acciones de BISA incorporan una opción de venta, la participación de DB no es un instrumento de patrimonio sino un pasivo financiero (cf. *Informe Cañibano*, 192).

También como contrato conexo económicamente, Bancaja y Picton perfeccionan un contrato de cambio financiero de dividendos (*dividend swap*) por el que Bancaja recibía los dividendos de las acciones de Picton en BISA a cambio de que Bancaja asegurara a Picton un rendimiento fijo sobre un notional de 1500 M?. Este contrato vino a ser reemplazado por otro con interposición de DB (intermediación de flujos) mediante un *swap* espejo (ampliamente, *Informe Jose Carlos*, 16-8). En virtud de los anteriores contratos, a efectos contables, Picton no era socio minoritario sino acreedor, debiendo computarse su aportación a la ampliación de capital de BISA no como patrimonio neto del Grupo BFA, por no retribuirse con dividendos (Norma 21ª B] 5 a *contrario* CBE 4/2004), sino como pasivo financiero (NIC 32.11; también Normas 20ª.5 b] y 21ª B] 5 CBE 4/2004). Además,



el *dividend swap* con DB es un derivado financiero (Normas 20ª y 22ª CBE 4/2004) que debe valorarse a valor razonable con cambios en PyG y, en concreto, llevarse a resultados de operaciones financieras (Norma 22ª.11 a) i) CBE 4/2004).

La operación Bancaja-DB y Bancaja-(DB)-Picton es una modalidad de *fiducia cum creditore* y, además, una operación sintética o negocio entre un inversor (Bancaja en las acciones de BISA) y una contraparte, que da al inversor el equivalente económico a una posición en cierto valor sin que el inversor efectivamente lo adquiera. El *swap* de dividendos, que es una modalidad de cambio financiero de acciones (*equity swap*), transmite sintéticamente a Bancaja la titularidad de las acciones de BISA objeto del *swap*. Además, los pactos y estructuras contractuales de las anteriores relaciones jurídicas, que han sido finalmente liquidadas, permitieron a los socios putativos recuperar el 95% de su inversión (v. *Informe Jose Carlos*, 25), lo que refuerza su consideración como acreedores.

El tratamiento contable adecuado para esta situación es reducir el patrimonio neto del balance consolidado del Grupo BFA en 1151 M?, trasladando el saldo del epígrafe "Intereses minoritarios" correspondiente a las acciones de BISA titularidad de DB, aumentando el pasivo exigible en igual cifra (v. *Informe Jose Carlos*, 22; también *Informe Secundino*, 75). Además, aunque no disponemos de datos a fecha de la Oferta, el *swap dividend* se valoró en el Consejo de administración de 19/1/2012 como una pérdida de -800 M? (v. *Informe Jose Carlos*, 21-4).

(2) *Relación Bancaja-BV-DB*. Bancaja concedió a DB una opción de venta sobre acciones del Banco de Valencia ("BV"). La opción es un derivado financiero, de carácter especulativo, que debe reconocerse desde la fecha de su contratación por su valor razonable, registrándose las variaciones en su valor razonable en pérdidas y ganancias como resultados de operaciones financieras de la cartera de negociación (Norma 22ª CBE 4/2004). A fecha de la información financiera contenida en el Folleto, BFA debería haber contabilizado un cargo en la cuenta de PyG individual y consolidada de BFA dentro del epígrafe "Resultado por Operaciones Financieras" por el importe, descontados impuestos, de -46 y -47 M? (v. *Informe Jose Carlos*, 22).

E) Principio de prudencia valorativa. - «El registro y la valoración de los elementos integrantes de las distintas partidas que figuran en las cuentas anuales deberá realizarse conforme a los principios de contabilidad generalmente aceptados. En particular, se observarán las siguientes reglas: [...] c) Se seguirá el principio de prudencia valorativa. [...] En cualquier caso, deberán tenerse en cuenta las amortizaciones y correcciones de valor por deterioro en el valor de los activos, tanto si el ejercicio se salda con beneficio como con pérdida. Asimismo, se deberá ser prudente en las estimaciones y valoraciones a realizar en condiciones de incertidumbre» (art. 38 I CCom).

En el ámbito bancario, las entidades «pondrán el máximo cuidado y diligencia en el estudio riguroso e individualizado del riesgo de crédito de las operaciones, no solo en el momento de su concesión, sino también continuamente durante su vigencia, y no retrasarán su reclasificación a una categoría peor por empeoramiento de la calidad crediticia, ni su cobertura adecuada, las cuales se deberán realizar tan pronto como se aprecie la existencia de una situación anormal o de deterioro del riesgo de crédito» (Anejo IX.2 a) «Análisis y cobertura de riesgos» CBE 4/2004).

Los informes que constan en las actuaciones, por sí o por referencia, evidencian varios errores contables que, individualmente algunos y luego en su conjunto, desvirtúan la imagen fiel de la situación patrimonial del Emisor.

(1) *Ajustes por el Banco de Valencia*

(1.1) Deterioros no contabilizados del BV. BFA es la matriz que integra globalmente al BV en el Grupo BFA a través de BISA. El *Informe complementario de los Servicios de Inspección del Banco de España* de 3/12/2012, el *Informe PwC* de 25/5/2011, el *Informe Secundino* y el *Informe Jose Carlos*, corroborados por los estados financieros intermedios consolidados de 30/9/2011 formulados por el FROB como administrador provisional; consideran que el defecto mínimo de dotación de provisiones era de 819 M?, además de ser pertinentes reclasificaciones de créditos normales a subestándar y a dudosos. Los saneamientos y ajustes pendientes de registrar en BV se han cuantificado, para los estados consolidados del Grupo BFA, en unas pérdidas y consiguiente reducción de recursos propios de entre -537 M? y -573 M? (v. *Informe Jose Carlos*, 69). Contrariamente, el Folleto declara un beneficio neto consolidado a marzo de 2011 de 205 M?, que se hubiera convertido en pérdidas de 331 M? solo de haberse contabilizado los pertinentes ajustes con origen en el BV. La excusa de que no se realizara el pertinente ajuste inicial por integración en el SIP debido a un defecto de información, no es aceptable visto el control de BV a través de Bancaja y BISA, por la dependencia financiera de BV -prestataria de 1759 M?-, por la coincidencia de relevantes consejeros de BFA y BV y porque el supuesto defecto de información no venía motivado por complicadas estimaciones sino por irregularidades en la clasificación de riesgos inmobiliarios por su atribución a otros sectores (v. *Informe Secundino*, 38-40 y 97).



(1.2) Ayuda de Estado. La Dirección de Competencia de la Comisión Europea en la Decisión relativa a las ayudas de Estado al Grupo BFA incluye la financiación de BFA a BV por 1759 M? como una ayuda de Estado, considerando que la intervención evitó esa pérdida al Grupo BFA y obligando, por esta entre otras partidas, a una severa reestructuración del Grupo (v. Informe Secundino , 26).

(1.3) Situación de intervención de BV. BV fue intervenido por el Banco de España el 21/11/2011. Tiempo antes, tras la reducción de su calificación crediticia el 24/3/2011, había incurrido en situación de extrema iliquidez y, a 31/3/2011, incumplía el coeficiente mínimo de solvencia exigido por la Circular del Banco de España nº 3/2008 (v. Informe Jose Carlos , 38). La intervención con anterioridad o durante la OPS de Bankia podría haber tenido un importante coste reputacional, siendo imputable al Emisor no haber informado al mercado de una intervención probable.

(2) *Ajustes tardíos por participaciones en sociedades inmobiliarias* .- Las cuentas reformuladas consolidadas del Grupo BFA recogen una corrección en la cuenta de PyG consolidada del ejercicio 2011 por importe de 1117 M? que se corresponde con dos grandes ajustes: (2.1 *infra*) y (2.2 *infra*). El Consejo entrante no aporta criterios suficientemente específicos que permitan una imputación temporal del deterioro a momentos solo posteriores a la OPS, siendo lo más razonable entender que el deterioro de activos inmobiliarios es progresivo y manifiesto, no súbito o de revelación repentina (v. Informe Juan Carlos , 13). Los ajustes tuvieron que haber figurado ya en las cuentas del ejercicio 2010 y en la información financiera intermedia, aunque no pudieran recoger la parte atribuible a los tres últimos trimestres de 2011.

(2.1) *Ajustes del valor de las participaciones en sociedades y vehículos de inversión en activos inmobiliarios* por 805 M?, de los que corresponden a las cuentas individuales de BFA -86 M? y a las de Bankia -719 M?.

En la reformulación de cuentas se ajustó el epígrafe " *valor participación deterioro participadas* " por -423 M?, de los que correspondían a Bankia -338 M?. Bankia no justifica que el deterioro fuera atribuible exclusivamente a circunstancias sobrevenidas a la OPS. Antes bien, el 76% de estas reformulaciones se corresponden con sociedades participadas, en las que se detectan operaciones potencialmente irregulares como enriquecimientos desproporcionados de la contraparte vendedora e incumplimientos de obligaciones formales, circunstancias mayormente presentes antes de la OPS (v. Informe Jose Carlos , 105-15). O las reformulaciones se corresponden con sociedades participadas en las que no se detectan operaciones potencialmente irregulares pero que presentan una situación de manifiesta insolvencia ya al cierre de 2010 (v. Informe Jose Carlos , 115-17).

Además, en la reformulación de cuentas se ajustó el epígrafe " *activos financieros disponibles para la venta-instrumentos de capital* " por -222,67 M?, de los que correspondían al balance de Bankia -223 M?. Bankia no justifica que el deterioro fuera atribuible exclusivamente a circunstancias sobrevenidas a la OPS. Antes bien, estas reformulaciones se corresponden con sociedades participadas, en las que, bien se han detectado operaciones potencialmente irregulares (v. Informe Jose Carlos , 121-3); o sociedades participadas en las que no se detectan operaciones potencialmente irregulares pero que presentan una situación de manifiesta insolvencia ya al cierre de 2010 (v. Informe Jose Carlos , 123-5).

Finalmente, en la reformulación de cuentas se ajustó el epígrafe " *inversiones crediticias-crédito a la clientela* " por -139,55 M?, de los que correspondían al balance de Bankia -140 M?. Bankia no justifica que el deterioro fuera atribuible exclusivamente a circunstancias sobrevenidas a la OPS. Antes bien, estas reformulaciones se corresponden con sociedades participadas, en las que bien se detectan operaciones potencialmente irregulares (v. Informe Jose Carlos , 127- 8); o sociedades participadas en las que no se detectan operaciones potencialmente irregulares pero que presentan una situación de manifiesta insolvencia ya al cierre de 2010 (v. Informe Jose Carlos , 128-9).

En resumen, una parte relevante de los ajustes viene motivada por pérdidas continuadas de las participadas, liquidez insuficiente, resultados de explotación negativos, alto endeudamiento bancario e incluso patrimonios netos negativos, circunstancias que ya estaban presentes al cierre del ejercicio 2010. Concretamente, en la mayoría de sociedades no se había dotado ninguna provisión por contingencias o compromisos y todo el ajuste se produce con la reformulación; con el matiz, en el caso de las inversiones crediticias, de que se habían dotado provisiones por el 21% que se aumentan bruscamente tras la reformulación al 64%.

El resultado contable de este desarreglo es un incremento de las pérdidas por deterioro de activos financieros y la necesidad de dotar la pertinente provisión. «El valor en libros de los activos financieros se corregirá con cargo a la cuenta de PyG cuando exista una evidencia objetiva de que se haya producido una pérdida por deterioro» (Norma 29ª.1 CBE 4/2004). «Entre los eventos a que se refiere el párrafo anterior se encuentran los siguientes: a) El emisor o el obligado al pago de los instrumentos de deuda ha sido declarado, o es probable que sea declarado, en concurso, o tiene dificultades financieras significativas» (Norma 29ª.2 a] CBE 4/2004). En el



caso de las llamadas inversiones crediticias-crédito a la clientela, al tratarse de riesgos dudosos por razones distintas de la morosidad del cliente, se debería haber dotado, al menos, el 25% (Anejo IX.25 CBE 4/2004).

(2.2) *Ajustes por compromisos contractuales* (pactos de socios, garantías concedidas mediante avales y cartas de patrocinio, etc.) en relación con sociedades e inversiones de naturaleza inmobiliaria por -312 M?, de los que correspondían a las cuentas individuales de BFA -15 M? y a las de Bankia -297 M?.

Igualmente, las circunstancias que motivaban el ajuste se encontraban presentes a cierre del ejercicio 2010 en mercantiles participadas y suficientemente identificadas por el perito de designación judicial en la causa penal (v. *Informe Jose Carlos* , 97-8). Además, se analizaron con posterioridad operaciones potencialmente irregulares por su escasa racionalidad económica, casi todas ellas realizadas en el período anterior al cierre contable de 2010 sin el correspondiente reflejo (v. *Informe Jose Carlos* , 85-93).

La mayoría de las operaciones con estas sociedades eran, antes de la OPS, "dudosos subjetivos" (en la jerga del sector), esto es, operaciones de riesgo dudoso por razones distintas de la morosidad del cliente (Anejo IX.7 d] CBE 4/2004), lo que evidencia el análisis de los estados financieros en aquella fecha de estas sociedades beneficiadas. Además, algunas operaciones hubieron de considerarse igualmente en mora, aunque fueran operaciones refinanciadas al efecto de ocultar la morosidad (*evergreening* de préstamos, v. FMI, *Spain Financial Sector Reform. Third Progress Report* , 2013, 20). «La refinanciación o reestructuración de las operaciones que no se encuentren al corriente de pagos no interrumpe su morosidad, ni producirá su reclasificación a una de las categorías anteriores, salvo que exista una razonable certeza de que el cliente puede hacer frente a su pago en el calendario previsto o se aporten nuevas garantías eficaces, y, en ambos casos, se perciban, al menos, los intereses ordinarios pendientes de cobro, sin tener en cuenta los intereses de demora» (Anejo IX.7 c] V CBE 4/2004).

En el tratamiento contable de los *avales financieros* , «la clasificación como dudoso de un contrato de garantía financiera implicará su reclasificación a la partida «provisiones para riesgos y compromisos contingentes», que se valorará de acuerdo con el epígrafe C) de la norma 37^a, aplicando lo previsto en el Anejo IX de esta Circular» (Norma 25^a.5, últ. CBE 4/2004). El tratamiento contable de *otros riesgos* u otras provisiones y contingencias que no sean avales financieros se sujeta a la Norma 37^a, general o residual. El apartado 25 del Anejo IX de la Circular contable determina los porcentajes de cobertura de la pérdida por deterioro del riesgo de crédito pero, vista la situación de las sociedades analizadas, la mayoría de las dotaciones no podía ser inferior al 25 % de los saldos calificados como dudosos. Es más, como la refinanciación no interrumpe la mora, pasado un año del incumplimiento, la provisión habría ascendido al 100%.

(3) *Ajustes por determinadas carteras y por riesgos de promoción y construcción inmobiliaria* .- En la reformulación de cuentas se ajustó el epígrafe " *inversiones crediticias-crédito a la clientela* " por -1859 M?, tanto en el balance consolidado de BFA como en el individual de Bankia. Bankia no justifica que el deterioro fuera atribuible exclusivamente a circunstancias sobrevenidas a la OPS. Estas reformulaciones se corresponden, según información aportada por Bankia en el procedimiento penal paralelo, a riesgo promotor/constructor (-1586 M?), riesgo no inmobiliario en empresas y pymes (-165 M?) y riesgos hipotecarios con el sector minorista (-108 M?).

(3.1) *Ajuste por riesgo promotor* .- Respecto al ajuste por crédito promotor, las refinanciaciones por las Cajas integradas comenzaron en el año 2008. De los informes periciales se desprende, en primer lugar, que esta reformulación se corresponde parcialmente con operaciones potencialmente irregulares (v. *Informe Jose Carlos* , 132-44); o con créditos a sociedades en las que no se detectan operaciones potencialmente irregulares pero que presentan una situación de manifiesta insolvencia ya al cierre de 2010 e incluso se benefician de sucesivas refinanciaciones con impagos (v. *Informe Jose Carlos* , 144-7).

En segundo lugar, los peritos de designación judicial coinciden en que se retardó la pertinente reclasificación de los créditos y que, incluso ya en 2011, se reclasificó a la categoría de subestándar 13 000 M? como "paso previo" artificioso al reconocimiento de los créditos como dudosos en 2012, sin ser excusable el desconocimiento alegado de su carácter dudoso. Justamente, el riesgo subestándar «comprende todos los instrumentos de deuda y riesgos contingentes que, sin cumplir los criterios para clasificarlos individualmente como dudosos o fallidos, presentan debilidades que pueden suponer asumir pérdidas por la entidad superiores a las coberturas por deterioro de los riesgos en seguimiento especial» (Anejo IX.7 b] CBE 4/2004). El riesgo dudoso por razón de la morosidad del cliente «comprende el importe total de los instrumentos de deuda, cualquiera que sea su titular y garantía, que tengan algún importe vencido por principal, intereses o gastos pactados contractualmente, con más de tres meses de antigüedad, salvo que proceda clasificarlos como fallidos; y los riesgos contingentes en los que el avalado haya incurrido en morosidad» (Anejo IX.7 c] CBE 4/2004). Finalmente, el riesgo dudoso por razones distintas de la morosidad del cliente «comprende los instrumentos de deuda, vencidos o no, en los que, sin concurrir las circunstancias para clasificarlos en las categorías de fallidos o dudosos por razón



de la morosidad del cliente, se presenten dudas razonables sobre su reembolso total (principal e intereses) en los términos pactados contractualmente; así como los riesgos contingentes y compromisos contingentes no calificados como dudosos por razón de la morosidad del cliente cuyo pago por la entidad sea probable y su recuperación dudosa» (Anejo IX.7 d] CBE 4/2004).

El resultado contable es el incremento de las pérdidas por deterioro de activos financieros. El tratamiento contable consiste en la dotación de la pertinente provisión. En el caso de las llamadas "inversiones crediticias-crédito a la clientela", al ser riesgos dudosos por razones distintas de la morosidad del cliente se debería haber dotado al menos el 25% (Anejo IX.25 CBE 4/2004).

La conclusión de que estos deterioros han de imputarse a ejercicios anteriores al ejercicio 2012 se refuerza habida cuenta que, del saneamiento de Bankia en las cuentas consolidadas de 2012 (-23 907 M?), solo 3100 M? son atribuibles a la transmisión de activos a la SAREB. De haberse conocido el desglose de los impagos por préstamos refinanciados hubiera sido posible una imputación temporal de los ajustes. Sin embargo, es razonable inferir (art. 386 LEC), dada la magnitud de los ajustes, que, en su mayor parte, tuvieron que tener reflejo ya en la información financiera del Folleto. Imputando todo el ajuste al ejercicio 2011, linealmente, el ajuste por morosidad del crédito promotor en el primer trimestre ascendería a - 396 M? (v. Informe Jose Carlos , 152). Ciertamente, el deterioro económico del segundo semestre fue mayor (v. Informe Juan Carlos , 13 e Informe Anibal , 165 y 176); pero la necesidad de dotaciones de Bankia (dato normativo e individual) no puede medirse por las dotaciones efectivamente realizadas por el sector (dato descriptivo y general) y, en todo caso, considerando el déficit de años anteriores y del propio trimestre, la hipótesis de imputar todo el ajuste linealmente a 2011 sigue siendo generosa. Pese a que el perito designado por Bankia discrepe del muestreo de los peritos de designación judicial (v. Informe Anibal , 199), sin realizar de propia mano el trabajo alternativo que para ellos propone, recordamos que, en el estándar de prueba civil, es suficiente alcanzar una certidumbre razonable sobre la hipótesis de la demanda y no una convicción más allá de toda duda.

Destaca en Bankia, además, la falta de homogeneidad en la dotación de provisiones. Por ejemplo, estando Martinsa-Fadesa en concurso y con un convenio aprobado en marzo de 2011 con quita del 70%, el crédito estaba provisionado en Caja Madrid solo por el 40% mientras en Bancaja estaba por el 97% (v. Res. ICAC 17.9.2014 e Informe Secundino , 67-9 y 97). Vemos razonable que Bancaja, como persona especialmente relacionada con Martinsa-Fadesa por su participación, provisionara casi la totalidad del crédito subordinado (ex art. 93.2-2º Ley Concursal) pero sigue sin explicación el déficit de cobertura por Caja Madrid.

Además, los ingresos financieros por intereses contractuales tampoco se avienen al principio de prudencia valorativa, lo que exigiría un ajuste adicional en la cuenta de resultados, porque «el reconocimiento en la cuenta de pérdidas y ganancias del devengo de intereses sobre la base de los términos contractuales se interrumpirá para todos los instrumentos de deuda calificados individualmente como deteriorados, así como para aquellos para los que se hubiesen calculado colectivamente pérdidas por deterioro por tener importes vencidos con una antigüedad superior a tres meses» (Norma 29ª.17 I CBE 4/2004).

(3.2) *Ajuste por riesgo no inmobiliario de empresas.*- Las refinanciaciones a empresas por las Cajas integradas comenzaron en el año 2008. Algunas de las sociedades analizadas en los informes periciales (el 64% de las provisiones) presentan una situación de manifiesta insolvencia ya al cierre de 2010 (v. Informe Jose Carlos , 152-8). De los informes periciales se desprende que se retardó la pertinente reclasificación de los créditos y que incluso ya en 2011 se reclasificó a subestándar como "paso previo" artificioso al reconocimiento de los créditos como dudosos por 6692 M? en 2012, sin ser excusable el desconocimiento alegado de su carácter dudoso.

De haberse conocido el desglose de los impagos refinanciados hubiera sido posible una imputación temporal de los ajustes. Sin embargo, es razonable inferir (art. 386 LEC), dada la magnitud de los ajustes, que, en su mayor parte, tuvieron que tener reflejo ya en la información financiera del Folleto. Incluso imputando todo el ajuste al ejercicio 2011, linealmente, el ajuste en el primer trimestre ascendería a -41 M? (v. Informe Jose Carlos , 159).

El resultado contable es el incremento de las pérdidas por deterioro de activos financieros y el tratamiento contable consiste en la dotación de la pertinente provisión. Al tratarse de riesgos dudosos por morosidad o por razones distintas de la morosidad del cliente se debería haber dotado al menos el 25% (Anejo IX.25 CBE 4/2004).

(3.3) *Ajuste por riesgo hipotecario con clientes minoristas .*- Las refinanciaciones por las Cajas integradas a particulares comenzaron en el año 2008. A 31/12/2011, el crédito dispuesto ascendía a 2170 M?, habiéndose provisionado el 5%. A 31/12/2010, la provisión cubría solo el 0,34% del saldo. De los informes periciales se desprende que se retardó la pertinente reclasificación de los créditos y, además, en 2011 se reclasificó a



subestándar como "paso previo" artificioso al reconocimiento de los créditos como dudosos en 2012, sin ser excusable el desconocimiento alegado de su carácter dudoso.

De haberse conocido el desglose de los impagos refinanciados, hubiera sido posible una imputación temporal de los ajustes. Sin embargo, es razonable inferir (art. 386 LEC), dada la magnitud de los ajustes, que, en su mayor parte, tuvieron que tener reflejo ya en la información financiera del Folleto. Incluso imputando todo el ajuste al ejercicio 2011 linealmente, el ajuste en el primer trimestre ascendería a -27 M? (v. Informe Jose Carlos , 159).

El resultado contable es el incremento de las pérdidas por deterioro de activos financieros y el tratamiento contable consiste en la dotación de la pertinente provisión. Al tratarse de riesgos dudosos por morosidad o por razones distintas de la morosidad del cliente se debería haber dotado al menos el 25% (Anejo IX.25 CBE 4/2004).

(4) *Activos fiscales diferidos* .- Respecto a los activos por impuesto diferido -derecho a reducir en el futuro cuotas positivas del Impuesto sobre Sociedades-, «debe reconocerse un activo por impuestos diferidos, siempre que se puedan compensar, con ganancias fiscales de ejercicios posteriores, pérdidas o créditos fiscales no utilizados hasta el momento, pero solo en la medida en que sea probable la disponibilidad de ganancias fiscales futuras, contra los cuales cargar esas pérdidas o créditos fiscales no utilizados» (NIC 12.34; también Norma de registro y valoración 13ª.2.3 I PGC). «En la medida en que no sea probable disponer de ganancias fiscales contra las que cargar las pérdidas o créditos fiscales no utilizados, no se procederá a reconocer los activos por impuestos diferidos» (NIC 12.36 II). El análisis debe realizarse en la fecha de cada balance (NIC 12.56 y Norma 13ª.2.3 últ. PGC). Además, «la entidad debe revelar el importe del activo por impuestos diferidos, así como la naturaleza de la evidencia que apoya su reconocimiento, cuando: [...] b) la entidad haya experimentado una pérdida, ya sea en el presente ejercicio o en el precedente, en el país con el que se relaciona el activo por impuestos diferidos» (NIC 12.82; también Modelo normal de memoria 12.2.5 PGC).

Pues bien, con el fin de adecentar el balance de Bankia ante la OPS, evitando penalizaciones en el precio de colocación, el 17/2/2011, en virtud de la tercera adenda al Contrato de integración, con efecto contable el 1/1/2011; BFA segregó y aportó a Bankia, mediante una ampliación de capital de esta por 12 000 M? (sobre los defectos en el procedimiento de valoración de la aportación, v. Res. ICAC 17.9.2014), el negocio bancario (aprovechando la ficha bancaria de Altae Banco, S.A., que cambió su denominación a la de Bankia), así como las participaciones asociadas al negocio financiero y el resto de activos y pasivos recibidos de las Cajas de ahorro. Empero, además de participaciones industriales, deuda del Estado y la tesorería necesaria, BFA retuvo activos especialmente dañados, como el suelo adjudicado y la financiación de suelo en situación subestándar y dudosa, por lo que se llegó a afirmar que BFA hacía las funciones de banco malo de Bankia. BFA perdió -439 M? en 2011. Además, BFA retuvo en el pasivo híbridos de capital, obligaciones subordinadas y las participaciones preferentes de los clientes minoristas y las del FROB. Con esta composición, que BFA obtuviera ganancias era ilusorio.

Contra la previsibilidad de ganancias se añadía la deducibilidad, para evitar la doble imposición interna, de los dividendos de sociedades participadas, directa o indirectamente, en porcentaje igual o superior al 5% (art. 30.2 RDLeg. 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades), siendo actualmente un régimen de exención general por los dividendos de las participaciones significativas (art. 21.1 Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades).

Adicionalmente, producto del resultado final de la OPS, se diluyó la participación de BFA en Bankia por debajo del 70%, con lo que se produjo la ruptura del grupo fiscal (umbral fijado para entidades con acciones cotizadas en los arts. 67.2 b) RDLeg. 4/2004 y 58.2 b) II L. 27/2014). En consecuencia, la posible utilidad de los activos fiscales solo podría provenir de los improbables beneficios de BFA; a menos que se produjera un cambio normativo *ad hoc* , suceso futuro e incierto que no permite recomponer retrospectivamente la ausencia de imagen fiel con la normativa anterior (véase la regulación actual del «Régimen de consolidación fiscal de los grupos formados por entidades de crédito integrantes de un SIP de las cajas de ahorros», por disp. transitoria 26ª L. 27/2014).

En esta situación, el reconocimiento de unos activos fiscales diferidos por tal importe (2744 M?) suponía asumir que BFA iba a obtener unos beneficios fiscales de 8543 M? en los próximos 18 ejercicios (v. art. 130.4 L. 27/2014, igualmente vinculante para el ICAC), compensables con los activos fiscales netos (8543x0.3); cifra absolutamente inverosímil *ex ante* y que ha sido confirmada *ex post* .

Ciertamente, la inyección de recursos propios en virtud del Plan de Saneamiento y Recapitalización del Grupo BFA, que permite la operativa en deuda pública aprovechando los bajos costes de financiación (*carry trade*); así como la conversión en acciones de BFA de las participaciones preferentes suscritas por el FROB, con el consiguiente ahorro de intereses, favorece la generación de beneficios fiscales por BFA. Aunque los Informes



Jose Carlos y Secundino coinciden en que los activos fiscales eran parcialmente recuperables, en las cuentas reformuladas de BFA se redujeron los activos fiscales diferidos en su totalidad (-2744 M?).

Para cerrar el epígrafe, se observa que el ajuste de los activos fiscales afecta a las cuentas de BFA, no a Bankia, pero hemos explicado el efecto contagio de la matriz en la filial. En segundo lugar, aunque la ruptura fiscal del grupo se produce tras la OPS, era una información de suficiente relevancia como para ser advertida en el Folleto y que un administrador diligente debe prever o, al menos, si los administradores no la previeron faltaron a su debida diligencia.

(5) *Contabilización definitiva de la combinación de negocios* .- En la contabilidad del grupo BFA (no de Bankia), al cierre del ejercicio 2011, se actualizó el valor razonable de los activos y pasivos sobre los que se adquirió el control como consecuencia de la combinación de negocios de las cajas de ahorros integradas en el Sistema Institucional de Protección -grupo consolidable de entidades de crédito de base contractual (popularmente, "fusión fría")-.

Inicialmente, el Grupo BFA estimó por su valor razonable a 31/12/2010 los activos y pasivos asumidos de las Cajas fundadoras (registrados en estas a coste de adquisición), lo que determinó un ajuste neto contra reservas (-6419 M?).

Para las cuentas de 2011, se realizó un ajuste neto complementario contra reservas (-2752 M?). Sin embargo, ningún impedimento serio impedía haber realizado todo el ajuste para las cuentas de 2010, con el consiguiente reflejo en el Folleto. Además, la elevada cuantía del ajuste complementario de 2011 en relación con el ajuste inicial de 2010, siendo especialmente llamativo el ajuste remanente en la inversión crediticia y en los activos adjudicados; indica que en el ajuste inicial no se reconocieron debidamente todos los deterioros ya existentes.

En el plano normativo, recordamos que los ajustes provisionales son excepcionales (Norma 43ª.28 CBE 4/2004) y que únicamente se justifican cuando «los valores razonables que se asignen a los activos, pasivos y pasivos contingentes identificables de la entidad adquirida o el coste de la combinación pudieran determinarse solo provisionalmente» (NIIF 3.62). En consecuencia, no es lícito excusar la provisionalidad en la falta de datos necesarios para el cálculo de los recursos propios mínimos que no son relevantes para el cálculo de provisiones por insolvencias, esto es, para el análisis y cobertura de riesgos (Anejo IX CBE 4/2004). Tampoco es admisible pretextar defectos de información para las cuentas de 2010 en sociedades controladas, máxime en la cartera procedente de Caja Madrid que disponía de un modelo para evaluar el riesgo de crédito por el método de las calificaciones internas (IRB). Lógicamente, la ocupación de recursos humanos en la propia OPS o en cualesquiera otras actividades es una circunstancia interna inoponible al inversor.

Además, «los ajustes a la contabilización inicial de una combinación de negocios, efectuados después de que dicha contabilización inicial se haya completado, se reconocerán como correcciones de errores, de acuerdo con la NIC 8 Políticas contables, cambios en las estimaciones contables y errores. Los ajustes a la contabilización inicial de una combinación de negocios, después de que se haya completado, no se considerarán como cambios en las estimaciones» (NIIF 3.63).

En concreto, la Intervención General del Grupo BFA calculó respecto a la *inversión crediticia* , que el déficit de provisiones en la exposición de Caja Madrid era de -616 M? y que la exposición de otras entidades no era mejor pues (a) la práctica totalidad de los acreditados de operaciones en subestándar estaban ya refinanciados en 2010 o se les compraron los activos financiados, (b) varias operaciones presentaban indicios de irregularidad y (c) sorprende que la auditoría externa no dispusiera de información financiera sobre un riesgo de 1366 M? (v. *Informe Jose Carlos* , 173-7). (d) Además, debido a la concentración de la cartera, el 65% del ajuste correspondía a un grupo limitado de 137 acreditados cuya situación de deterioro era conocida por lo que no cabe aceptar una imposibilidad de detectar y cuantificar el ajuste (v. *Informe Secundino* , 36-8).

En lo que afecta a los *activos adjudicados* , es decir, suelo en distintas fases, «el valor por el que deben ser reconocidos los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas, con independencia de la forma jurídica utilizada, será el menor importe entre: a) el valor contable de los activos financieros aplicados, esto es, su coste amortizado, teniendo en cuenta el deterioro estimado con la metodología de la sección III de este anejo, y en todo caso un mínimo del 10 %, y b) el valor de tasación de mercado del activo recibido en su estado actual menos los costes estimados de venta, que en ningún caso serán inferiores al 10 % de dicho valor» (Anejo IX.32 I CBE 4/2004). BFA no solicitó valores de tasación, al menos de una muestra representativa, para elaborar las cuentas de 2010 y nada se lo impedía, como se hizo después en 2012 para las cuentas de 2011 (v. *Informe Secundino* , 38 y 97). Prueba de que la necesidad de ajuste estaba ya presente en ejercicios anteriores, es que si en 2011 se vendieron inmuebles con un descuento medio del 34%, el descuento medio en 2009 y 2010 fue del 42% (v. *Informe Secundino* , 71).



F) Reformulación de cuentas.- La NIC 10 y la Norma 15ª CBE 4/2004 tratan de los «Hechos posteriores a la fecha del balance». El Consejo de administración entrante de Bankia basa la reformulación de cuentas (25/5/2012) en unos supuestos hechos sobrevenidos a la primera formulación dos meses antes (28/3/2012). El Consejo saliente anunció un beneficio de Bankia consolidado de 309 M? (Hecho relevante de 10/2/2012) mientras que las cuentas reformuladas arrojan una pérdida de Bankia individual de -3031 M? y de Bankia consolidado de -2977 M?. Por su parte, en BFA se saltó de unos fondos propios de 3514 M? a -4489 M? (v. Informe Secundino , 58).

Sobre esto, nuestra legislación mercantil prevé la reformulación de cuentas con carácter **excepcional** : «Excepcionalmente, si tales riesgos se conocieran entre la formulación y antes de la aprobación de las cuentas anuales y afectaran de forma muy significativa a la imagen fiel, las cuentas anuales deberán ser reformuladas» (art. 38 c] *med* CCom). Así, «si como consecuencia del informe, los administradores se vieran obligados a alterar las cuentas anuales, el auditor habrá de ampliar su informe e incorporar los cambios producidos» (art. 270.2 LSC). El artículo presupone una opinión con salvedades, desfavorable o denegada en un informe ya emitido y que, en su caso, deberá ser ampliado; pero no prevé una reformulación preventiva. La ley mercantil tampoco prevé una reformulación de cuentas no formuladas.

Por su concepto, «los **hechos posteriores** a la fecha del balance son todos aquellos eventos, ya sean favorables o desfavorables, que se hayan producido entre la fecha del balance y la fecha de formulación o de autorización de los estados financieros para su divulgación. Pueden identificarse dos tipos de eventos: a) aquellos que muestran las condiciones que ya existían en la fecha del balance (hechos posteriores a la fecha del balance que implican ajuste), y b) aquellos que son indicativos de condiciones que han aparecido después de la fecha del balance (hechos posteriores a la fecha del balance que no implican ajuste)» (NIC 10.3).

En situación de hechos posteriores que no implican ajustes se encuentran:

(1) El Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. Según el Consejo reformulante, « *suponía un incremento bruto de provisiones de 3396 M? y la creación de un colchón adicional de capital de 872 M ?* ». Con este Decreto, «se trata, esencialmente, de articular nuevos requerimientos de provisiones y capital adicionales, orientados en exclusiva a la cobertura del deterioro en los balances bancarios ocasionado por los activos vinculados a la actividad inmobiliaria».

(2) El Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, derogado por Ley 8/2012, de 30 de octubre, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, con un efecto financiero. Según el Consejo reformulante, « *suponía unos mayores requerimientos de saneamientos para el Grupo Bankia por importe de 4722 M ? para la cobertura del riesgo normal al 31/12/2011 correspondiente a la financiación concedida para promoción inmobiliaria en España, adicionales a las necesidades de dotaciones a realizar inicialmente estimadas como consecuencia de la aplicación del Real Decreto-ley 2/2012* ». Con este Decreto, «en la misma línea marcada por el Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de tratar de disipar las incertidumbres que vienen dificultando la normalización del sector financiero español y la recuperación de su función canalizadora del ahorro a la economía real, el presente real decreto-ley establece, en el Capítulo I, requerimientos de cobertura adicionales a los establecidos en aquél, por el deterioro de las financiaciones vinculadas a la actividad inmobiliaria clasificadas como en situación normal».

Con todo, los citados Decretos (abreviados sus nombres en el sector a "Guindos I" y "Guindos II") son hechos posteriores «requeridos por una norma» que en la tipología del Derecho contable se adscriben a los «cambios de criterios o de políticas contables» (NIC 8.14 a] y Norma 8ª.6 CBE 4/2004).

Distintamente, los vicios contables señalados en este Fundamento no son cambios de «estimaciones contables», en expresión del Consejo entrante; sino una rectificación de «errores» ya que «dentro de estos errores se incluyen [...] el no advertir o mal interpretar hechos, así como los fraudes» (NIC 8.5). Los errores «son el resultado de omisiones o inexactitudes resultantes de fallos al emplear o utilizar información fiable, que estaba disponible cuando los estados financieros para tales períodos fueron formulados y que la entidad debería haber empleado en la elaboración de dichos estados» (Norma 19ª.2 CBE 4/2004). «Los cambios en las estimaciones contables son el resultado de nueva información o nuevos acontecimientos y, en consecuencia, no son correcciones de errores» (NIC nº 8.5 II fin).

La corrección de un error supone la reexpresión retroactiva de las cuentas (NIC 8.42 y Norma 19ª.2 CBE 4/2004). Diversamente, el cambio de estimaciones contables se aplica prospectivamente en las cuentas futuras (NIC 8.37-38 y Norma 19ª.5 CBE 4/2004). Sobre el cambio de políticas contables, «a) una entidad contabilizará un cambio en una política contable derivado de la aplicación inicial de una norma o interpretación, de acuerdo con las disposiciones transitorias específicas de tal norma o interpretación, si las hubiera y b) cuando una entidad cambie una política contable, ya sea por la aplicación inicial de una norma o interpretación que no incluya una disposición transitoria específica aplicable a tal cambio, o porque haya decidido cambiarla



de forma voluntaria, aplicará dicho cambio retroactivamente» (NIC 8.19; también Norma 8ª.6 CBE 4/2004). Así, tanto el artículo 1.4 del Real Decreto-ley 2/2012, como el artículo 2.1 del Real Decreto-ley 18/2012 y Ley 8/2012, ordenan su aplicación a partir del ejercicio 2012.

Se deduce inmediatamente que es inconsistente o una infracción contable reformular las cuentas de 2011 so pretexto de un mero cambio de estimaciones contables en el 2012, sea por la nueva normativa, sea por los nuevos requerimientos de capital de la Autoridad Bancaria Europea que ya se conocían antes del cierre del ejercicio 2011 (dicho esto ante la justificación añadida por el *Informe Cañibano*, 121) o sea, en fin, porque el Fondo Monetario Internacional publique informes sobre la situación del sector financiero español, que levanten el velo de la ignorancia a una entidad financiera que tiene el deber de conocer el mercado local y a cada uno de sus clientes. Los Decretos, que no establecían la reformulación de las cuentas de 2011, pudieron servir de coartada para aflorar ajustes por errores. La reformulación estaba perfectamente justificada pero no por un cambio de estimaciones sino por la necesidad de corregir los errores contables explicados en este Fundamento.

G) Aplicación de las coberturas genéricas.- La demandada sostiene que, en el juicio contable debe tenerse en cuenta el volumen de cobertura genérica y específica no asignada, suficiente para cubrir los ajustes por deterioro de activos ya que serían susceptibles de ser aplicadas al ajuste de provisiones específicas (v. *Informe Anibal*, 170). En este sentido, se propugna que la solución hubiera sido traspasar el saldo de las coberturas o "provisiones" genéricas o sin asignar (2257 M ? a 30/6/2011), cubriendo así los ajustes contables por deterioro de solvencia.

Al respecto, «las entidades cubrirán las pérdidas inherentes de los instrumentos de deuda no valorados por su valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias, así como de los riesgos contingentes, clasificados como riesgo normal teniendo en cuenta la experiencia histórica de deterioro y las demás circunstancias conocidas en el momento de la evaluación. A estos efectos, las pérdidas inherentes son las pérdidas incurridas a la fecha de los estados financieros, calculadas con procedimientos estadísticos, que están pendientes de asignar a operaciones concretas» (Anejo IX.27 CBE 4/2004 en la redacción anterior a la Circular 5/2014). «La dotación genérica que se ha de realizar en cada ejercicio será igual a: (i) [...], más (ii) [...], menos (iii) el importe de la dotación neta para cobertura específica global realizada en el período» (Anejo IX.29 a) CBE 4/2004 en la redacción anterior a la Circular 5/2014).

Efectivamente, las dotaciones genéricas consisten en una anticipación de las posibles dotaciones específicas, de tal modo que, ante un impago, se transforman en dotaciones específicas. Por ello, cualquier operación de riesgo que se constituye requiere hacer una dotación y si finalmente el crédito entra en mora la entidad no soportará una carga tan pesada de provisiones, pues ya se anticipó una parte.

Sin embargo, (a) las provisiones específicas son más elevadas que las genéricas por lo que aplicar la genérica a específica no basta para recomponer el balance. (b) La aplicación de la cobertura genérica a la provisión específica no evita redotar la cobertura genérica (cf. *Informe Anibal*, 173 atribuyendo el carácter de mera recomendación el contenido vigente de la Circular si bien, inconsistentemente, considerando que estas provisiones son conformes a las NIC porque suponen la estimación de una «pérdida real»). Efectivamente, la nueva regulación mantiene la figura de la cobertura genérica o global de cuantía flotante: «Sobre el total de las financiaciones de la naturaleza indicada en el apartado 1 que, a 31 de diciembre de 2011, estuviesen clasificadas como riesgo normal, se constituirá, por una sola vez, una cobertura del 7 % de su saldo vivo en dicha fecha. El importe de dicha cobertura podrá ser utilizado por las entidades exclusivamente para la constitución de las coberturas específicas que resulten necesarias como consecuencia de la reclasificación posterior como activos dudosos o subestándar de cualesquiera de dichas financiaciones o de la adjudicación o recepción de activos en pago de dichas deudas» (art. 1.2 RD-I 2/2012). Llama la atención que el régimen se reconoce ahora como Derecho excepcional: «Este nuevo régimen se establece en tanto subsistan las incertidumbres extraordinarias que, por falta de mercados suficientemente profundos en volumen e importancia de transacciones, existen sobre la valoración de activos relacionados con suelo para promoción inmobiliaria en España y con las construcciones o promociones inmobiliarias en España de todo tipo de activos, tanto en curso como terminadas» (E. de M. II RD-I 2/2012). Esta dotación no constituye ahora ni constituía antes una mera recomendación: «Las obligaciones previstas en este real decreto-ley se considerarán normas de ordenación y disciplina, incurriendo las entidades y personas que las incumplan en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el Título I de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito» (art. 1.5 RD-I 2/2012). La compatibilidad de esta regulación con las NIC-NIIF no es relevante sino si la norma se ajusta al Derecho de la Unión. La norma no es de naturaleza contable sino de ordenación del sector bancario, no siendo necesario desarrollar a efectos de esta resolución si el Decreto puede servir o no de norma de cobertura para defraudar (fraude de ley) la aplicación del Derecho contable de la Unión y, particularmente, las normas de valoración de activos.



(c) Además, tener contabilizadas como provisiones genéricas las que debían ser específicas, distorsiona por sí mismo la imagen fiel sobre la calidad crediticia de la cartera pues se informa engañosamente de que el riesgo cubierto es de créditos en situación normal y puramente estadístico. (d) En cualquier caso, los errores contables señalados no se limitan y resuelven con un trasvase de provisiones.

H) Circunstancias de la OPS. - Las circunstancias de la OPS son un indicio que merma la credibilidad de la información financiera contenida en el Folleto.

Aclaremos que la concurrencia de inversores cualificados a la OPS no es en este caso un signo de fiabilidad de las cuentas ya que en el proceso de prospección de mercado (*book building*) un amplia mayoría de las órdenes y su valor se realizaron a través de Bankia mientras que otras colocadoras no encontraron mercado y, según revela el Libro de Órdenes, la afluencia de entidades dependientes o vinculadas a BFA fue decisiva para alcanzar el mínimo requerido por la CNMV de inversión institucional (v. Informe Secundino , 17).

Dicho esto, la fijación de un precio de suscripción de 3,75 ? suponía un descuento del 74% sobre el valor teórico contable de la acción (13 152 M? de fondos propios de Bankia a 30/6/2011, entre 908 M de acciones, luego valor en libros por acción de 14,48 ?). La participación de BFA en Bankia descendió del 100% al 52%. Esta "prima de emisión negativa", si el criterio de valoración de Bankia fuera el valor contable, perjudicaba a los derechohabientes anteriores como los accionistas de BFA y los acreedores, como los titulares de participaciones preferentes (incluido el FROB).

Ciertamente, la cotización se mantuvo relativamente estable y próxima en los meses posteriores hasta febrero de 2012. No obstante, esta circunstancia no elimina retroactivamente la infracción del principio de imagen fiel ya que quien compra puede hacerlo valorando erróneamente que está comprando barato o incluso muy barato.

Además, siendo esta apreciación de la máxima relevancia, aunque cronológicamente es un hecho posterior a la OPS no deja de ser una consecuencia necesaria de la misma; tal precio de suscripción exige un ajuste de la participación de BFA en Bankia porque el valor de mercado no alcanzaba así el valor en libros (*impairment* del valor del activo). «Las participaciones en entidades dependientes [...]. En los estados financieros individuales, estas participaciones, así como las que se tengan en entidades que formen parte del mismo grupo, o unidad de decisión según se define en la indicación 13ª del artículo 260 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital , se valorarán por su coste y se someterán a lo previsto en la norma 29ª para determinar la existencia de evidencias de deterioro» (Norma 19ª.7 a] CBE 4/2004). Como criterio general, «al menos al cierre del ejercicio, deberán efectuarse las correcciones valorativas necesarias siempre que exista evidencia objetiva de que el valor en libros de una inversión no será recuperable» (PGC 9ª 2.5.3 I). «El valor en libros de los activos financieros se corregirá con cargo a la cuenta de PyG cuando exista una evidencia objetiva de que se haya producido una pérdida por deterioro» (Norma 29ª.1 CBE 4/2004). «En las cuentas individuales, cuando en las participaciones en entidades dependientes, multigrupo y asociadas existan evidencias de deterioro de acuerdo con lo previsto en esta norma, la entidad estimará el importe de las pérdidas por deterioro comparando su importe recuperable, según se define en el apartado 1 de la norma 30ª, con su valor en libros. A estos efectos, el valor en uso de la participación será: a) el valor actual de los flujos de efectivo que se espera sean generados por la participada, que incluirán tanto los procedentes de actividades ordinarias como los resultantes por su enajenación o disposición por otros medios, o b) el valor actual de los flujos de efectivo que se esperen recibir en forma de dividendos y los correspondientes a su enajenación o disposición por otros medios. Las pérdidas por deterioro se registrarán inmediatamente en la cuenta de PyG del período en que se manifiesten; las recuperaciones posteriores de pérdidas por deterioro previamente reconocidas se registrarán inmediatamente en la cuenta de PyG del período» (Norma 29ª.18 CBE 4/2004).

A 31/12/2011, el valor teórico contable o "valor en libros" de la participación doblaba el valor en bolsa, siendo el método más simple (existen otros y más sofisticados) de valorar el precio de una acción, calcular el sumatorio de dividendos futuros actualizados según la tasa de rentabilidad exigida. El criterio del valor en libros no es razonable porque existía una evidencia objetiva de que el valor en libros no sería recuperable hasta donde alcanza la vista. La práctica del correspondiente ajuste hubiera situado a BFA en situación cercana a la que es causa de disolución (art. 363.1 e] LSC), en la que efectivamente se incurrió a 30/9/2011 (v. Informe Secundino , 77 y se confirma en las cuentas individuales del cierre de ejercicio). La disolución se evitó por hechos posteriores como la conversión de las participaciones preferentes del FROB o la intervención y recapitalización. De haber conocido el mercado que la remoción de la causa de disolución se obtendría por tales hechos, la OPS hubiera fracasado.

I) Errores contables.- « Errores de ejercicios anteriores son las omisiones e inexactitudes en los estados financieros de una entidad, para uno o más ejercicios anteriores, resultantes de un fallo al emplear o de un error al utilizar información fiable que: a) estaba disponible cuando los estados financieros para tales ejercicios fueron formulados, y b) podría esperarse razonablemente que se hubiera conseguido y tenido en cuenta en la

elaboración y presentación de aquellos estados financieros. Dentro de estos errores se incluyen los efectos de errores aritméticos, errores en la aplicación de políticas contables, el no advertir o mal interpretar hechos, así como los fraudes» (NIC 8.5; parecidamente, norma 22ª III PGC).

Las infracciones de Derecho contable puestas de manifiesto no son cambios de estimaciones sino errores contables porque puede afirmarse que la información era razonablemente disponible. En una consideración objetiva, los hechos posteriores o subsecuentes pueden tener una doble procedencia, bien por ser desarrollo de circunstancias preexistentes (*v. gr.* la promulgación de la ley proyectada o la resolución de una litis pendiente), bien por surgir de circunstancias nuevas no existentes al cierre del informe (*nova producta*). En una consideración subjetiva, son hechos nuevos los de nuevo conocimiento o noticia (descubrimientos o *nova reperta*). En un juicio de diligencia, la perspectiva debe ser objetiva y no subjetiva, precisamente el descubrimiento tardío de lo que debió ser conocido es una manifestación de falta de diligencia. Con esto, es suficiente a efectos de determinar una eventual responsabilidad civil.

En resumidas cuentas, la magnitud y la calidad de los anteriores errores contables tienen un impacto muy significativo en la información financiera incluida en el Folleto, luego debe concluirse que la información financiera contenida en el Folleto y en el Resumen del Folleto no reflejaba la imagen fiel ni del Grupo BFA ni de Bankia.

VI

COMPETENCIA DESLEAL

La parte demandante trae a colación la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal (" LCD "), calificando la publicidad ofrecida por el Emisor como ilícita por engañosa.

Por cierto, la sustanciación de las acciones por competencia desleal corresponde al suborden **mercantil** (art. 86 ter.2 a) Ley Orgánica del Poder Judicial).

En cualquier caso, el ámbito objetivo de la legislación de competencia desleal son las conductas con **fin concurrencial** (art. 1.1 LCD). El fin concurrencial puede pensarse en dos sentidos: tanto en sentido subjetivo, entendiendo fin como motivo del agente; como en sentido objetivo, con el significado de función. En la emisión de valores no hay finalidad concurrencial en sentido subjetivo ya que el emisor no busca promover las prestaciones propias o de un tercero sino obtener financiación externa; pero cabe apreciarla en sentido objetivo porque una oferta pública de suscripción puede tener un eventual efecto competitivo.

Así y todo, la legislación del mercado de valores y también la actividad publicitaria en estos mercados, tiene una densidad normativa muy superior a la legislación general concurrencial por lo que, por el principio de especialidad, las normas de competencia desleal normalmente quedarán eclipsadas. Es más, la propia legislación general de consumo es preferente a la Ley de Competencia Desleal: «Las normas previstas en esta ley en materia de [...] oferta pública o admisión de cotización de valores [...] prevalecerán en caso de conflicto sobre la legislación de carácter general aplicable a las prácticas comerciales desleales. [¶] El incumplimiento de las disposiciones a que hace referencia este apartado será considerado en todo caso práctica desleal por engañosa, en iguales términos a lo dispuesto en el artículo 19.2 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal en relación con las prácticas engañosas reguladas en los artículos 20 a 27 de dicha ley » (art. 19.4 LCyU).

VII

ERROR O DOLO EN LA CONTRATACIÓN

Un **vicio de consentimiento** existe siempre que la voluntad contractual (interna) se ha formado defectuosamente. El artículo 1265 del Código Civil establece: «Será nulo el consentimiento prestado por error, violencia, intimidación o dolo». Sin embargo, aunque concurren estos vicios, solo bajo ciertas condiciones el contrato podrá anularse.

A) El error-vicio.- El error como vicio de la voluntad ("error-vicio") produce la formación de la voluntad (interna) sobre la base de una creencia inexacta o una ignorancia. «Hay error vicio 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» (SSTS 1ª Pleno 840/2013, 20.1.2014 , 460/2014, 10.9 y 769/2014, 12.1.2015 ; también SSTS 1ª 683/2012, 21.11 y 626/2013, 29.10).

B) Prevenciones.- Un mercado eficiente no es compatible con la inseguridad de una doctrina del error desbordada. La minimización del coste social de los errores aconseja aquilatar el error tomando en consideración un conjunto de requisitos. «Es lógico que un elemental respeto a la palabra dada (*pacta sunt servanda*) imponga la concurrencia de ciertos requisitos para que el error invalide el contrato y pueda quien lo



sufrió quedar desvinculado. Al fin, el contrato constituye el instrumento jurídico por el que quienes lo celebran, en ejercicio de su libertad -autonomía de la voluntad-, deciden crear una relación jurídica entre ellos y someterla a una *lex privata* (ley privada) cuyo contenido determinan. La seguridad jurídica, asentada en el respeto a lo pactado, impone en esta materia unos criterios razonablemente rigurosos» (SSTS 1ª cit. en el apartado precedente A)).

C) Requisitos de relevancia del error.- El contratante puede anular el contrato por un error de hecho o de Derecho bajo el presupuesto de la existencia del error y bajo determinados requisitos cumulativos (arg. II 7:201 DCFR):

i) Error in contrahendo . El error debe existir al tiempo de conclusión del contrato. La existencia de error es un presupuesto del juicio de relevancia. El error debe ser probado por quien lo alega (art. 217.2 LEC ; entre otras, STS 1ª 230/2011, 30.3).

En este ámbito, «el incumplimiento por las empresas que operan en los mercados de valores de los deberes de información, por sí mismo, no conlleva necesariamente la apreciación de error vicio, pero no cabe duda de que la previsión legal de estos deberes puede incidir en la apreciación del error, y más concretamente en su carácter excusable» (SSTS 1ª Pleno 840/2013, 20.1.2014 , con presunción de error por la omisión del test de idoneidad, no siendo este el caso). La presunción de error por incumplimiento del deber de información precontractual se afirma para clientes no profesionales (cf. para los expertos STS 1ª 718/2014, 18.12) y productos financieros complejos, como productos estructurados (SSTS 1ª Pleno 460/2014, 10.9, " *bonos Lehman* " y 769/2014, 12.1.2015 , " *unit linked multiestrategia* ") o un swap complejo (STS 1ª 110/2015, 26.2), pero consideramos que unas acciones no son productos complejos y se mantienen en la esfera en la que la misma jurisprudencia admite que el cliente no profesional conoce «la naturaleza y los riesgos del producto».

Además, el error que vicia el consentimiento es el que versa sobre un asunto presente, no el *error de previsión* o de cálculo. Un error de previsión no es más que la asunción de un riesgo; un juicio que se torna equivocado más que un juicio viciado. Consentir sobre la base de una expectativa de un cierto resultado no constituye en sí mismo un error relevante. El nivel de riesgo de una inversión se mide *ex ante* de la inversión, siendo inadecuado el análisis retrospectivo, además de oportunista. En general, el riesgo de evoluciones sobrevenidas desfavorables es de quien las padece porque son contingencias que no existían al tiempo de contratar, que es el momento en que se presta el consentimiento. Esta aclaración se justifica en la tradicional aplicación restrictiva del error por elementales razones de seguridad jurídica del tráfico financiero, sin alimentar demandas de anulación fundadas en alegaciones falsas de error. También es consistente con el principio provecho-riesgo (desde *Dig . 50.17.10*) en contexto de incertidumbre (*alea*) porque el contratante igualmente hubiera aprovechado las contingencias favorables.

ii) Error decisivo . El error es decisivo cuando el contratante, si no fuera por el error, no hubiera concluido el contrato (*error causante*) o lo hubiera hecho en términos fundamentalmente diferentes (*error esencial* o fundamental). En este sentido, aunque en redacción en orden inverso, «para que el error invalide el consentimiento, deberá recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato, o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo» (art. 1266 I CC). Diversamente, si se hubiera consentido la concreta desventaja aun sin mediar el error, se trataría de un error incidental (*error incidens*), irrelevante.

En el ámbito de los *riesgos de inversión* , «la trascendencia que la normativa reguladora del mercado de valores reconoce a la información sobre los riesgos aparejados a la inversión, al exigir una información completa y comprensible sobre tal cuestión, muestra su relación directa con la función económico-social de los negocios jurídicos que se encuadran en el ámbito de la regulación del mercado de valores». La jurisprudencia distingue entre «circunstancias fundamentales del riesgo» (como los eventos de riesgo o la existencia y modalidades de una cobertura) y «móviles subjetivos de los inversores (*la obtención de beneficios si se producen determinadas circunstancias en el mercado*), irrelevantes, como tales, para la apreciación del error vicio» (SSTS 1ª Pleno 460/2014, 10.9 y 769/2014, 12.1.2015).

iii) Error conocido o reconocible . El error es relevante cuando la contraparte conoció o pudo razonablemente esperarse que conociera el carácter decisivo del error. Este matiz no está recogido expresamente en nuestro Código pero sí en los Ordenamientos más recientes (arts. 1428 y 1431 *Codice* , 247 *CC português* , 6:228-1 BW y § 92(3) PGCC estonia). Es un matiz oportuno porque el principio de seguridad del comercio apunta a que el contratante debe poder confiar en la permanencia del contrato a menos que actúe de mala fe, con ventaja desleal o se comporte imprudente o irrazonablemente.

iv) Error imputable a la contraparte . [iv-i] La contraparte causó el error (*error causado*), o [iv-ii] causó que el contrato fuera concluido por error dejando a la otra parte en el error en contra de la buena fe y correcta negociación, cuando la otra parte conoció o pudo razonablemente esperarse que conociera del error (*error*



reprochable, v. STS 1ª Pleno 769/2014, 12.1.2015), o [iv-iii] causó que el contrato fuera concluido por error porque dejó de cumplir con un deber precontractual de información o un deber de poner a disposición un medio para corregir datos erróneos (*error por infracción precontractual*); o [iv-iv] incurrió en el mismo error (*error común*).

Sin embargo, como causas excluyentes del error invalidante, el errante no podrá anular el contrato por error si, alternativamente:

v) El **error es inexcusable** en las circunstancias. Error inexcusable es el que el *errans* puede desvanecer empleando una diligencia adecuada, luego quien padece un error inexcusable se conduce con una confianza imprudente. «El carácter excusable supone que el error no sea imputable a quien lo sufre, y que no sea susceptible de ser superado mediante el empleo de una diligencia media, según la condición de las personas y las exigencias de la buena fe» (ampliamente, STS 1ª Pleno 460/2014, 10.9).

vi) El **error es inherente**. Error inherente es aquel en el que el riesgo de errar fue asumido, o debería ser asumido en las circunstancias, por el *errans*. El error relevante debe ser un error ajeno a los riesgos contractuales asumidos por las partes o «contradictorio con la reglamentación creada con la perfección o génesis de los contratos», «de modo que difícilmente cabrá admitirlo cuando el funcionamiento del contrato se proyecta sobre el futuro con un acusado componente de aleatoriedad, ya que la consiguiente incertidumbre implica la asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida, correlativo a la esperanza de una ganancia» (SSTS 1ª 683/2012, 21.11; 626/2013, 29.10 y Pleno 840/2013, 20.1.2014).

Precisamos que la jurisprudencia dictada en torno a los productos de riesgo aleatorio y al *error in qualitate* (nivel de riesgo asumido) no puede trasladarse a la compra en bolsa de una acción. En aquellos productos, el error sobre el nivel de riesgo es esencial porque, en un negocio de cobertura o estrictamente especulativo, la idoneidad para cubrirse de escenarios adversos o los rendimientos del producto, respectivamente, están en la base del tipo negocial. Diversamente, no cabe presumir que la adquisición por un inversor-ahorrador de las acciones de una entidad bancaria (teórica *blue chip*) pueda reputarse un negocio especulativo. «El error es difícilmente admisible en una operación de riesgo y fluctuante como es una inversión de esta índole» (para acciones, STS 1ª 326/2006, 5.4, "Banesto").

D) Aplicación al negocio de suscripción de la OPS.-

a) **Test de relevancia.**- La aplicación del test de relevancia anterior nos lleva a afirmar:

i) Sobre la **existencia de error**, que no puede sostenerse por la sola inexactitud de la información financiera contenida en el Folleto o en el Resumen del Folleto si no se demuestra su lectura. Estos documentos pueden ser gravemente inexactos pero es lo cierto que la generalidad de los inversores minoristas, a diferencia de los institucionales, no lee el Folleto ni siquiera el Resumen del Folleto. En los mercados de valores, es notorio que, aunque los destinatarios teóricos de la información pública son todos los inversores, en verdad, el inversor no cualificado o "inversor-ahorrador" recibe la información a través de intermediarios profesionales. Por incapacidad o por ignorancia racional, muchos operadores en los mercados ni leen ni entienden, ni tienen ganas o tiempo, ni es eficiente que lean o entiendan, máxime si no van a poder negociar sino sólo adherirse a la oferta.

Tampoco apreciamos un error sobre la naturaleza de la cosa (*error in re*). La acción de una sociedad cotizada, en sus rasgos o derechos principales, es un instrumento financiero no complejo (art. 79 bis.8 LMV), conocido no solo por el más común de los inversores, normalmente informado y razonablemente atento y perspicaz. Distinto sería que el activo quedara desvirtuado por carencia de alguna cualidad esencial (v. g. es error relevante el del comprador de obligaciones no susceptibles de negociación en Bolsa, a diferencia de lo que «anunciaban las circulares y prospectos publicados» [STS 1ª 2/1917, 5.1]), no siendo el caso.

Diversamente, sí apreciamos error sobre el valor objetivo de las acciones (*error in valorem*). Cuando la verdadera situación de Bankia se reveló al mercado, la cotización se desplomó.

ii) Si un **error sobre el valor** (que no sobre el precio) puede considerarse un error relevante, por regla general, tales errores no son relevantes por tratarse de *riesgos inherentes*. El contratante, en uso de su autonomía privada, debe soportar los riesgos conexos a una valoración del objeto contratado. La mayoría de Ordenamientos y su jurisprudencia rechaza la anulación por un "mal negocio"; aunque una minoría, por excepción, lo admite para ciertas personas y contratos (art. 1118 Code) o reconduce la situación a la figura de la rescisión por lesión (art. 1674 Code, lesión de 7/12) o por *laesio enormis* (art. 118 OZ esloveno).

Concretamente se ha debatido, en relación con las cualidades de la acción, si es relevante que la sociedad sea solvente (que esté *in bonis*) o las diferencias entre la situación patrimonial presentada y la realmente existente. Puede admitirse que si la sociedad llega al punto de tener fondos propios negativos o, más bien, el



valor razonable conforme a un método aceptable de valoración es negativo, estaremos ante un caso de *error in negotio*, relevante porque la suscripción de acciones no es compraventa sino, objetivamente, una donación. Sin embargo, Bankia no se ha encontrado en esta situación y solo BFA, que no es el emisor y con posterioridad a la OPS.

En cuanto a las *diferencias patrimoniales*, repárese en que una sociedad tiene personalidad jurídica por lo que la adquisición de la acción es la compra de parte de la "capa" o máscara de la sociedad, no siendo jurídicamente equiparable a la adquisición de los bienes y derechos sociales. En efecto, «es cierto que, en un sentido económico, la enajenación de todas las acciones de una sociedad implica la del patrimonio de la misma, dada la conexión evidente -en los planos objetivo y subjetivo- entre el precio de aquellas y el valor de éste. Se habla en tales casos de una transmisión indirecta de la empresa, sin desplazamiento posesorio ni dominical de los bienes que la integran, que siguen perteneciendo a la misma persona jurídica. Sin embargo, esa visión económica no basta para tratar la venta de acciones con una norma que está prevista para resolver anomalías surgidas en el funcionamiento de la de cosas específicas. Ni siquiera aunque se considere que lo que se vende con las acciones es la empresa, en cuanto objeto jurídico unitario. Por ello, no es aplicable el art. 1484 CC a los contratos celebrados por demandantes y demandados, por el hecho de que el pasivo de la sociedad hubiera resultado superior al esperado por aquellos. La garantía que el vendedor debe prestar en la compraventa, conforme al mencionado artículo, se ha de referir a la cosa que constituyó objeto inmediato del contrato» (STS 1ª 230/2011, 30.3 ; en esta línea, sobre la irrelevancia de pasivos ocultos en el balance por adquirirse la sociedad y no los activos, STS 1ª 852/2009, 21.12).

En relación con la acción de anulación por error, se dijo que «la participación social garantizada por la acción corresponde a la que se representó con exactitud el adquirente. [...] el error sobre la solidez patrimonial de la sociedad [...] siempre se trataría de un error sobre el valor» (PIETROBON, *El error en la doctrina del negocio jurídico*, 1971 [trad. española], 596, matizando algunos supuestos).

Ciertamente, algún tribunal provincial (SSAP Valencia 9ª 381/2014, 29.12 a 16/2015, 21.1 ; Ávila 1ª 16/2015, 9.2 y Burgos 3ª 70/2015, 11.3) ha estimado la anulación por error en que «se anuncia y explicita públicamente al inversor, una situación de solvencia y económica con relevantes beneficios netos de la sociedad emisora de las nuevas acciones, además con unas perspectivas, que no son reales». No obstante, conforme a la doctrina general del error que hemos presentado:

(a) Respecto a la *solvencia*, (aa) la situación patrimonial de BFA y Bankia no era la misma y no cabe un análisis retrospectivo sino considerar la información financiera disponible al tiempo de la Oferta. (ab) Precisamente, a la fecha de la Oferta e incluso a fines del ejercicio 2011, con las cuentas ya reformuladas o con los ajustes propuestos por todos los peritos, Bankia era técnicamente solvente, sin perjuicio de apreciarse errores contables muy relevantes.

(b) Respecto a los *beneficios*, (ba) la parte demandante no demuestra que llegara a ser consciente de la cifra de beneficios, luego que estos le impulsaran a para invertir y, en general, es dudoso que la cifra de beneficios sea el dato decisivo para el inversor medio, que normalmente se fija en la evolución de la cotización y en la política de dividendos (aquí la política de dividendos solo puede constituir una expectativa, por la reciente creación de la entidad). (bb) Unos beneficios de 309 M? son reducidos para las magnitudes patrimoniales de la entidad. (bc) Visto el conjunto de informes periciales, la reformulación de cuentas en 2011 acumuló pérdidas no afloradas de ejercicios anteriores y, mayormente, vino motivada por hechos posteriores a la OPS (deterioro macroeconómico y cambios normativos) por lo que la estimación alternativa más razonable para el momento de la Oferta sea quizá de pérdidas leves, en todo caso muy inferiores a las de los dos últimos trimestres y sin que veamos justificado por el Consejo entrante reformular por cambios normativos de 2012 con cargo a las cuentas de 2011. (bd) Tras vicisitudes notorias, en el presente Bankia obtiene beneficios, luego la parte demandante no habría errado en esta previsión. (be) Finalmente, el Folleto y el Resumen del Folleto advierten suficientemente de los riesgos de la inversión.

El Emisor opone que advirtió suficientemente en el Folleto y en el Resumen del Folleto de los riesgos asumidos con la suscripción de las acciones. En general, la responsabilidad no se exonera por el solo hecho de introducir advertencias (*caveats*, *warnings*) de carácter genérico o formulario (*boilerplate*), sino que una advertencia exonerante debe identificar los principales factores que la sociedad enfrenta en el momento de presentarse el folleto. Esta restricción trata de evitar la llamada retrodicción inversa (*reversed hindsight*) o el "ya te lo había dicho", que permitiría al oferente transformar en dispositiva toda responsabilidad. En este sentido, por ejemplo, no sería cualitativamente lo mismo advertir que el FROB puede convertirse en socio de control de BFA y que puede decidir reducciones y ampliaciones de capital (lo que es obvio para todo socio con mayoría cualificada [art. 201.2 LSC]); que una operación de reestructuración que no puede ampararse en la legislación mercantil y solo en facultades administrativas exorbitantes conferidas por el artículo 64 de la Ley 9/2012 (como reconoce la propia Resolución del FROB).



Sin embargo, en este caso el Folleto y el Resumen del Folleto se ajustan, en este aspecto, al artículo 27.3 de la Ley del Mercado de Valores pues contienen un conjunto de advertencias, muchas de ellas específicas, significativas y adecuadas sobre los riesgos de la concreta OPS, a saber: (1) Riesgos específicos del emisor y de su sector: riesgo derivado de la integración de entidades, riesgos derivados de la falta de historia operativa y financiera de Bankia como grupo integrado. (1.1) Factores de riesgo específicos de Bankia: riesgo derivado de la presencia del FROB como acreedor del mayor accionista de la Sociedad, riesgo de accionista de control, operaciones vinculadas, exposición al mercado inmobiliario español, riesgo de las participaciones, riesgo de reestructuración de los acuerdos de bancaseguros, riesgo de posible aumento de la conflictividad laboral derivado del proceso de integración, el éxito del Banco se apoya en ciertos directivos y personal cualificado, riesgos no identificados o previstos en la política de control y gestión del riesgo, riesgo relativo a política de remuneraciones, riesgo de pérdidas derivadas de procedimientos legales y regulatorios. (1.2) Factores de riesgo asociados al sector en el que opera Bankia: riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo de tipos de interés, riesgo de liquidez, riesgo de encarecimiento y dependencia de los recursos minoristas, riesgo de encarecimiento y acceso a financiación mayorista, riesgo operacional, riesgo por menores ingresos por comisiones, riesgo de empeoramiento de la situación de los mercados financieros tras los resultados de las pruebas de resistencia financiera, cambios en los marcos normativos, mayores requerimientos de capital, exposición a los riesgos de insolvencia de otras entidades financieras, riesgos relacionados con la competencia por parte de otras entidades. (1.3) Factores de riesgo asociados al entorno macroeconómico en el que opera Bankia: riesgo soberano dentro de la Unión Europea, pérdida de confianza en la economía española y el sistema financiero, riesgo de acontecimientos de fuerza mayor. 2. Factores de riesgo relativos a los valores ofertados: el Banco no puede asegurar la suficiente liquidez de las acciones, un retraso en la cotización de las acciones podría afectar a la liquidez de las mismas, desistimiento y revocación de la Oferta, el precio de las acciones puede ser volátil, una venta de acciones con posterioridad a la Oferta puede disminuir el precio de mercado, política de dividendos o distribución de beneficio, riesgo de que accionistas de jurisdicciones diferentes a la española no puedan ejercitar sus derechos de adquisición o suscripción preferente para adquirir nuevas acciones. Conviene precisar que la advertencia de riesgos puede ser completa y suficiente para excluir el error o para hacerlo inexcusable y, sin embargo, predicarse la responsabilidad por folleto.

(c) Respecto a las *perspectivas*, (1) la esperanza de dividendos pertenece al campo de los meros errores de previsión e inherentes, no invalidantes. (2) En la publicidad precontractual no se lee ni se escuchan promesa alguna de rendimiento económico en forma de dividendos o de revalorización de la acción, sino afirmaciones propias de la solercia publicitaria (*dolus bonus*).

b) Justificación del remedio exclusivamente indemnizatorio.- Sin perjuicio de lo anterior, que impide afirmar un error causante; la regla general en los mercados de valores debe ser que los errores por discordancias entre la contabilidad presentada y la verdadera situación patrimonial son *errores inherentes* o «riesgo inherente a las operaciones bursátiles» (STS 1ª 1296/2006, 5.12), luego no anulatorios (*casus sentit dominus*). Es un riesgo típico de una acción cotizada que esté sobrevalorada o represente el capital de una sociedad insolvente o que el negocio que constituye su objeto social carezca de valor razonable (los ejemplos de burbujas en precios y cotizaciones son numerosos). Todo ello sin perjuicio de la indemnizabilidad de los daños causados por información inexacta.

Un indicio de que los errores sobre el valor de acciones cotizadas no gozan del remedio anulatorio, o un reconocimiento por el Legislador de los graves inconvenientes que presenta, es que las legislaciones de los mercados de valores desarrolladas prevén *acciones indemnizatorias especiales* contra los folletos con información falsa o engañosa. Conviene reparar en que la Sentencia del Tribunal de Justicia de 17 de diciembre de 2013, asunto *Immofinanz*, admite la restitución de las prestaciones recíprocas a título de responsabilidad civil y no como efecto de la anulación por vicio del consentimiento.

Es más, el *Derecho de sociedades* entra en conflicto con la anulación por vicios que afecten singularmente a la participación de uno o varios socios. Partimos de que nuestro Derecho, a diferencia de otros o de algunas propuestas normativas, no contempla la readaptación de los contratos viciados por error. Los acreedores o los accionistas posteriores pueden haber contratado con la sociedad o para integrarse en la sociedad fiándose precisamente en la cifra de capital alcanzada tras la oferta pública. Si anulamos las compras derivadas de la Oferta, afectando al principio de integridad del capital social, no habría argumentos sólidos para mantener la validez de los contratos posteriores porque, si la Oferta hubiera fracasado, Bankia se habría visto intervenida o liquidada inmediatamente.

Para algunos autores, la invalidez de cada suscripción debe someterse a los artículos 56 y 57 de la Ley de Sociedades de Capital, que establecen una serie de causas taxativas de nulidad en las que no figuran los vicios del consentimiento del suscriptor. Aunque por la diferencia del caso no serían normas directamente aplicables, son una manifestación de un principio cual es la defensa de la integridad del capital social en beneficio de



terceros una vez que la cifra de dicho capital ha sido publicada por el Registro Mercantil. Además, la devolución de sus aportaciones a los socios cuyas demandas fueran estimadas, perjudicaría gravemente los intereses de los acreedores sociales contraviniendo ideas básicas del régimen de las sociedades anónimas. La doctrina española mayoritaria que ha abordado el problema considera que los vicios del consentimiento societario son irrelevantes, quedando a salvo las acciones indemnizatorias contra los responsables (v. JIMÉNEZ SÁNCHEZ/ DÍAZ MORENO, en Uría/Menéndez/Olivencia [dir.], *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, III-2º, 1995, 36 ss.).

Ciertamente, en la tensión entre la protección del inversor y la de los interesados en la sociedad, la citada Sentencia del Tribunal de Justicia, en un caso de responsabilidad por inexactitud del folleto en una compraventa en el mercado secundario (más claro que aquí, en el primario) admite que la legislación nacional puede ordenar la restitución de prestaciones. Ahora bien, (a) en primer lugar, la Sentencia fundamenta esta solución en un título indemnizatorio y no en la restitución posterior a la anulación por vicios del consentimiento. (b) Además, la Ley del Mercado de Valores (o sus Directivas comunitarias) es *lex posterior* de la Ley de Sociedades y es *lex specialis* por la finalidad de protección de la transparencia e integridad de los mercados de valores (v. OGH 15.3.2012, *Immofinanz*). Estos criterios para resolver la antinomia otorgan prevalencia a la acción especial indemnizatoria prevista en la Ley del Mercado de Valores pero no la acción común de anulación por vicio del consentimiento del Código Civil. (c) Finalmente, quien participa de la condición de socio debe asumir que la retirada de su sociedad, sea por error o por engaño, no puede perjudicar a terceros. La seguridad del tráfico en el mercado de valores exige mantener las operaciones y, en su caso, que el inversor que suscribió falto de libertad o por error, deshaga su posición vendiendo sus acciones en el propio mercado.

En la práctica, la anulación y la acción indemnizatoria especial podrían conducir a resultados parangonables, porque si el inversor vende tras la caída de la cotización puede recuperar toda la inversión añadiendo a la indemnización el precio recibido. Pero si, como en este caso, una vez conocida la inexactitud (sin duda, desde mayo de 2012) el inversor retiene las acciones sin venderlas, la recuperación ahora de toda la inversión mediante la anulación del contrato sería tanto como garantizar la indemnidad del inversor por un daño que parcialmente le debe ser atribuido, o que parcialmente hubiera experimentado de haber comprado acciones de cualquier otra entidad.

Es más, el derecho a anular el contrato podría perjudicarse por actos del reclamante que puedan interpretarse como una confirmación tácita del negocio, como cobrar dividendos por las acciones.

A fin de cuentas, que los errores de valoración de acciones cotizadas sean errores irrelevantes, creemos que es una conclusión de buen sentido para mantener el buen orden de los mercados y la seguridad de las operaciones. En medida variable, los errores contables de Bankia no son extraños a la mayoría de las entidades financieras en aquellos años. «Apreciar error [o] dolo como causa de anulabilidad de los correspondientes contratos fundada en el desconocimiento por los demandados de la verdadera situación del Banco demandante [...] aceptar semejante planteamiento equivaldría a considerar nula o anulable toda compraventa de acciones cuya cotización no se correspondiera en el momento de la operación con la verdadera situación patrimonial de la sociedad en ese mismo momento, algo que resulta incompatible con el funcionamiento del mercado de valores y que produciría el caos en forma de sucesivas nulidades retroactivas de las operaciones bursátiles cada vez que una compañía entrara en crisis» (v. sobre el asunto *Banesto*, SSTS 1ª 1001/2001, 2.11 ; 868/2002, 30.9 ; 1215/2002, 20.12 ; 998/2005, 16.12 ; 119/2006, 17.2 ; 326/2006, 5.4 ; 353/2006, 5.4 ; 943/2006, 25.9 ; 950/2006, 26.9 ; 1022/2006, 9.10 ; 1184/2006, 14.11 y 1296/2006, 5.12 ; también STS 1ª 511/2001, 28.5). Esta línea jurisprudencial es firme en descartar el remedio de la anulación para las compraventas de acciones cotizadas por falta de conocimiento de la verdadera situación patrimonial, tesis que asumimos.

En definitiva, no consideramos que la parte demandante incurriera en un error que permita anular las órdenes de suscripción de acciones de Bankia y, es más, el Derecho de sociedades impide la anulación de la suscripción por vicios de consentimiento, debiendo remitirse al suscriptor a lo que pueda reclamar como indemnización por las incorrecciones del Folleto.

E) Anulabilidad por dolo. - El artículo 1269 del Código Civil define el dolo como vicio del consentimiento o dolo *in contrahendo* : «Hay dolo cuando, con palabras o maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes, es inducido el otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho». Y, conforme al artículo 1270 párr. I del mismo Código , «para que el dolo produzca la nulidad de los contratos, deberá ser grave y no haber sido empleado por las dos partes contratantes». En síntesis, el dolo invalidante es el dolo causante o captatorio (*dolus causam dans*). Además, el dolo por información incorrecta (a diferencia de la reticencia o dolo omisivo), no está sometido a las cualificaciones propias del error (como la excusabilidad o la inherencia) porque el dolo nunca es justificable (*fraus omnia corrumpit*). El dolo causante es dolo relevante (STS 1ª 528/2012, 5.9).



No obstante, en el supuesto enjuiciado, la parte demandante no produce prueba alguna que acredite mínimamente que la información engañosa «[i] se hizo con conocimiento o creencia de que la declaración era falsa y [ii] estaba dirigida a inducir al receptor a incurrir en un error» (arg. II 7:205[2] DCFR). La parte demandante se ha opuesto a la suspensión por prejudicialidad penal por lo que el defecto de prueba en sede civil solo perjudica a quien no ha querido aguardar el desenlace de la causa penal que se sigue en el Juzgado Central de Instrucción número 4 de la Audiencia Nacional (Diligencias Previas nº 59/2012).

Efectivamente, el dolo está presente en aquellos casos en los que se demuestra que los administradores hubieran conocido y querido una alteración de los estados financieros para inducir la suscripción. Dicho sea haciendo abstracción del caso Bankia, en nuestro Derecho no opera la restricción de que el dolo provenga de un tercero que hubiera obtenido ventaja del negocio (como en el art. 1439 *Codice*). Además, aunque la literalidad del artículo 1269 del Código Civil solo contempla el dolo de la contraparte, la regla más sensata es que los mismos remedios están disponibles, como si la conducta o conocimiento hubieran sido los de la misma sociedad, cuando el dolo es de un tercero como el administrador de cuyos actos la contraparte es responsable (arg. DCFR II 7:208[1]).

VIII

RESPONSABILIDAD CIVIL POR FOLLETO

A) Acción común indemnizatoria por información incorrecta.- «La parte que hubiera concluido un contrato en la confianza razonable en información incorrecta dada por la otra parte en el curso de las negociaciones tiene un derecho a la indemnización por la pérdida resultante sufrida si el proveedor de la información: (a) creía que la información era incorrecta o no tenía bases razonables para creer que fuera correcta; y (b) supo o podía razonablemente esperarse que hubiera sabido que el receptor confiaría en la información para decidir si concluir o no el contrato en los términos pactados». Ello «aunque no hubiera un derecho a anular el contrato» (arg. II 7:204 DCFR).

Esta acción general indemnizatoria es una concreción de la buena fe y los tratos comerciales honestos. En cuanto a la **naturaleza** de esta responsabilidad, la información que defrauda la confianza que no se suministra en las negociaciones de un contrato tiene naturaleza *extracontractual*, si bien se aproxima estrechamente a la responsabilidad por información precontractual incorrecta. Por el contrario, la información que se suministra en los tratos preliminares del *iter contractus* que luego se perfecciona, en determinadas circunstancias, se considerará un compromiso *contractual* (STS 1ª 263/2009, 24.4 ; con consumidores, art. 61.2 LCyU; ampliamente, II 9:102 DCFR), pero no todas las declaraciones sobre hechos originarán obligaciones contractuales, aunque ello no impedirá la obligación indemnizatoria (BAR/CLIVE [eds.], *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law*, I, 2010, 487) o un «título jurídico de imputación de responsabilidad» (SSTS 1ª Pleno 244/2013, 18.4 y 754/2014, 30.12).

Por otra parte, nótese que es suficiente que el **informante** carezca de bases razonables para creer que la información es correcta, aunque crea que es correcta. Está superado el requisito del dolo en la imputación subjetiva para tener que responder por información incorrecta, que incluye los errores contables, pues basta cualquier clase de culpa. Hemos explicado al tratar de la situación patrimonial del inversor, los defectos en la formulación de las cuentas que hemos apreciado.

Por otro lado, la confianza del contratante **perjudicado** debe ser razonable (*reasonable reliance*), tanto en la acción general como en el ámbito de los mercados de valores. *Ius civile vigilantibus scriptum est* (D. 42.8.24).

Por último, a diferencia de los vicios del consentimiento, la mejor doctrina considera que la indemnización no se supedita a que la información incorrecta sea la razón decisiva de la conclusión del contrato. Eso sí, el alcance de la indemnización se limita a la pérdida causada por la información incorrecta.

B) Responsabilidad por información incorrecta en los mercados de valores.- La protección del inversor mediante la **transparencia** (" *let in the light* ") fue el objetivo (*policy*) proclamado con motivo de la remisión del proyecto de ley de la Ley de Valores (Securities Act), en respuesta al crac del 29 y a los primeros años de la Gran Depresión. Los profesores de Harvard que diseñaron el sistema de la Securities Act de 1933 bebieron, sustancialmente, en la parte relativa a las ofertas públicas (o del folleto o *prospectus*) de la tinta de los programas de fundación de la British Companies Act de 1929.

Así las cosas, la **prueba de la relación causal** entre información falsa o engañosa y daño es dificultosa por la necesidad de una doble prueba (*singula non probat*): causación de la decisión de inversión y causación del daño en la inversión. El análisis bifurcado del nexo causal se ha impuesto en el manejo de estos casos, con la precisión de que la causación de la decisión sigue la teoría de la condición indispensable (*condicio sine qua non*) y la causación del daño es un juicio normativo de atribución de la responsabilidad entre los distintos factores de un daño. «Supongamos que un emisor de acciones informa inadecuadamente sobre las calidades o bases



de sus fundamentales, y que si la información hubiera sido verdadera, el demandante no habría comprado ninguna de las acciones. La cotización luego se desploma, no porque la verdad se descubre sino por un colapso del mercado para el producto del emisor, totalmente fuera de control del emisor. Hay "causación de la operación" porque el demandante no habría comprado el valor, y por tanto no habría experimentado la pérdida, si el demandado hubiera sido verdadero, pero no hay "causación de la pérdida" porque la clase de pérdida que ocurrió no era de la clase que la exigencia de revelación que el demandado violó intentaba prevenir. Sostener la responsabilidad del demandado por la pérdida produciría sobredisuación por hacerle asegurador frente a condiciones fuera de su control» (*Movitz v First Natl Bank of Chicago* , 148 F3d 760 [7th Cir 1998], siguiendo la teoría del fin de protección de la norma).

i) Causación de la decisión. - Para probar la confianza en la información, el demandante debe demostrar la "causación de la operación" (*transaction causation*), esto es, que la concreta incorrección de la información indujo la decisión del inversor de implicarse en la operación. En principio, esto presupone que el inversor leyó y entendió la información contenida en el folleto; o, en casos de ocultación, que de haberla sabido, su decisión hubiera variado. El requisito de la confianza debe ser presumido en los casos de omisiones en las que no puede haber causalidad (*Affiliated Ute Citizens of Utah v US* , 406 US 128 [1972] y *Basic Inc v Levinson* , 485 US 224 [1988]).

Sin embargo, la prueba de la inducción suele ser compleja, como toda prueba de hechos psíquicos pretéritos, a menos que el inversor preconstituya prueba, antes o al tiempo de suscribir la orden de compra, o bien que sea fácil inferir la relevancia de la información incorrecta para la decisión. Por esto, aunque la parte demandante puede demostrar que confió en la información probando directamente que advirtió la información incorrecta y que compró las acciones basada en la concreta información incorrecta; exigir la prueba directa de la confianza gravaría con una carga probatoria innecesariamente irreal a quien negoció en un mercado impersonal porque, aunque el inversor pudiera probar que conoció la información incorrecta, todavía tendría que demostrar un estado de hechos especulativo: cómo habría actuado sin información incorrecta.

Por esto, los Ordenamientos idean tratamientos particulares para presumir o para aligerar la complejidad de prueba de la causación de la decisión por la información falsa o engañosa lanzada al mercado. Efectivamente, en el ámbito particular de la responsabilidad civil por folleto, (1) en Reino Unido, la acción específica en materia de responsabilidad civil por información registrada y por el folleto (sec. 90 FSMA 2000), según la doctrina, no exige demostrar una confianza específica (*specific reliance*) sino que basta la confianza indirecta (*indirect reliance*) defraudada por la afectación relevante de la cotización. (2) En los Estados Unidos de América, las responsabilidades civiles en relación con el folleto se contentan con la prueba de la causación del daño (sec. 12[b] Securities Act 1933, 15 USC §77I[b]; cf. la necesidad de probar la causación de la decisión en las acciones por fraude, sec. 21D[b][2] Securities Exchange Act 1934). (3) En Alemania, la adquisición se entiende causada por el folleto no sólo cuando la decisión se basa directamente en las manifestaciones erróneas, sino también cuando se adquieren los valores en el semestre posterior a la publicación del folleto [§44(1) BörsG], ya que la diseminación de la información en él contenida habrá producido una disposición a invertir (*Anlagestimmung*) (BGHZ XI ZR 173/97 y II ZR 218/03). Pasado el semestre, habrá que sustituir por prueba esta presunción legal de causalidad. Aunque el ánimo favorable a invertir tiene carácter individual y no es lo mismo que la teoría del fraude al mercado; se aproxima a esta en cuanto admite la defensión de revelación correctiva, esto es, la destrucción de la presunción cuando el mercado conoce la información correctiva (BGH II ZR 218/03).

Precisamente, el emisor puede oponer el hecho impositivo de que su información no pudo causar la decisión y, en concreto, la *defensión de revelación* (*truth-on-the market defence*) mediante la demostración de que la información fue corregida públicamente; o bien que el inversor no confió en la información incorrecta o, al menos, que esta le resultaba irrelevante (*v. g.* por realizar actos contradictorios con las implicaciones lógicas de la información, como ser la información desfavorable y no obstante comprar, aunque también venda en el mismo período; o si mantiene su posición tiempo suficiente después de conocerse la información negativa, etc.).

ii) Causación del daño. - La causación del daño (*loss causation*) existe siempre que la información incorrecta lleva a que la cotización sea más alta de lo que debería (precio inflacionado sobre el "verdadero valor"), el comprador paga demasiado por el valor y este comprador es incapaz de recuperar el sobreprecio en el mercado.

Aunque pueda haber pérdida por la inversión (*investment loss*), no hay pérdida inflacionaria (*inflationary loss*) cuando la inflación del valor se ha disipado. En el caso de inflación por informaciones incorrectas, el mercado disipa por sus propios mecanismos la inflación, pero el medio más expeditivo de desinflacionar el valor es la revelación de la verdad por el propio emisor (*actus contrarius*) o que el mercado llegue a conocer de la verdad por otro medio.



C) Acción especial de responsabilidad civil por folleto.-

a) Remedios nacionales.- Los remedios que el Derecho de los Estados miembros puede adoptar en la transposición de la Directiva del Folleto no están predeterminados en la Directiva. «La opción entre un régimen de responsabilidad civil que establezca la restitución al adquirente del importe correspondiente al precio de compra de las acciones más los intereses y un régimen que limite esa responsabilidad al pago del precio de las acciones en el momento en que se presenta la demanda de indemnización es competencia de los Estados miembros» (STJUE 19.12.2013 § 69, as. C-174/12 , *Hirrmann/Immofinanz AG*). El Derecho de la Unión tampoco se opone a sanciones administrativas (STJUE 5.7.2007, as. C-430/05).

En España, el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores establece una responsabilidad de naturaleza legal y de consecuencias indemnizatorias.

b) Legitimación activa.- Se confiere legitimación activa a las «personas que hayan adquirido de buena los valores a los que se refiere el folleto durante su período de vigencia» (art. 36 RD 1310/2005), siendo el período de vigencia de un folleto de doce meses (art. 27 RD 1310/2005).

Las *ofertas de valores* son ofertas para concluir un contrato. El contrato puede concluirse entre el emisor de los valores y un suscriptor de esos valores, o puede concluirse entre un titular de valores y un comprador en el postmercado, no siendo del caso algunas precisiones que sí serían oportunas de haber sido la parte demandante un adquirente derivativo y no originario. En el supuesto de autos, la parte demandante compró en el mercado primario, mediante la aceptación de la OPS de nuevas acciones emitidas mediante una ampliación de capital (art. 30 bis.1 LMV). También se considera una operación de mercado primario la oferta pública de venta de acciones ya emitidas en manos de uno o varios accionistas, si bien la responsabilidad presenta especialidades en cuanto a la legitimación pasiva (art. 33.2 RD 1310/2005).

c) Legitimación pasiva.- «La responsabilidad de la información que figura en el folleto deberá recaer, al menos, sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores, de acuerdo con las condiciones que se establezcan reglamentariamente» (art. 28.1 I LMV).

La Directiva 2003/71 y la ley nacional presentan una redacción de mínimos, sin prejuzgar la responsabilidad de otros intervinientes. La redacción final de la Directiva 2003/71 no recogió una enmienda (la nº 22 del Parlamento Europeo, sesión de 13.6.2003, de Recomendación para la Segunda Lectura), al art. 6.1 encaminada a la adición del siguiente texto (siguiendo el test de la participación sustancial): «Los Estados miembros garantizarán que se notifica a la autoridad competente la identidad de los contables jefes, auditores, analistas y consultores que hayan recibido un mandato de la dirección del emisor y que hayan aportado contribuciones esenciales al folleto y que los inversores pueden pedirles responsabilidades». En la redacción final de la Directiva tampoco se menciona a «las personas que acepten asumir la responsabilidad por el folleto», como sí lo hace la Ley del Mercado de Valores, siguiendo la regulación norteamericana y británica.

En este caso (v. Hecho probado Dos d]), la demandada Bankia es el emisor de las acciones de la OPS (responsabilidad del emisor desarrollada en el art. 33 RD 1310/2015). También responde como entidad directora del tramo minorista (en los términos del art. 35 RD 1310/2005). Esta sentencia no prejuzga la responsabilidad de otros intervinientes ni responsabilidades de otra naturaleza, penales o patrimoniales, siendo bastante a nuestros efectos que la responsabilidad del emisor no tiene limitaciones frente al inversor (*ad extra*).

d) Defensa de diligencia debida.-

da) Noción . La defensa de diligencia debida (*due diligence defense*) se ha definido como la posibilidad de evitar la imputación de responsabilidad por ignorancia vencible, especialmente cuando se confía en información experta o se conduce una investigación razonable.

Por naturaleza, la defensa es un elemento negativo del tipo de la responsabilidad por imprudencia. Procesalmente, la defensa es un hecho excluyente o excepción material propia y, por esto mismo, sólo puede ser tenida en cuenta por el juzgador si el demandado la opone expresamente (*ope exceptionis*).

Respecto al fondo de la defensa, la expresión *due diligence* adolece de vaguedad potencial, apuntándose, en definitiva, a un análisis casuístico: «Dichas comprobaciones podrán variar en función de factores como las características de la operación, del emisor y su negocio, de la calidad de la información disponible o facilitada por el emisor o del conocimiento previo que del emisor tenga la entidad directora» (art. 35.3, *in fine* RD 1310/2005).

En los Estados Unidos, el estándar de cuidado razonable para evitar la responsabilidad por folleto (sec. 12[a] [2] Securities Act) se aproxima al de investigación razonable en relación con informaciones registradas falsas



(sec. 11[b][3] Securities Act). Es tal el parecido que a ambos se les denomina *due diligence standard* y algunas resoluciones declaran que, bajo ciertas circunstancias, no aprecia diferencias prácticas pues la demostración del cuidado razonable exige actuaciones positivas del emisor, esto es, una investigación. No obstante, en las sucesivas reformas, la Securities Exchange Commission no ha modificado la Regla 176 (17 CFR §230.176), reafirmando que la "investigación razonable" es un estándar de investigación más estricto que el "cuidado razonable".

db) Régimen aplicable. «Las personas responsables de la información que figura en el folleto [...] deberán declarar que, a su entender, los datos del folleto son conformes a la realidad y no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance» (art. 28.2 LMV), para lo que deberán «comportarse con una diligencia razonable» (Anexo III.1.2 Reglamento CE 809/2004, de aplicación directa por la naturaleza de este instrumento normativo). En su desarrollo, el artículo 37.1 del Real Decreto 1310/2005 sobre «Exenciones de responsabilidad», contiene la defensa de diligencia debida por la información imprudentemente revelada al mercado bursátil, con estas palabras: «Una persona no será responsable de los daños y perjuicios causados por la falsedad en cualquier información contenida en el folleto, o por una omisión de cualquier dato relevante requerido de conformidad con lo dispuesto en este real decreto, si prueba que en el momento en el que el folleto fue publicado actuó con la debida diligencia para asegurarse que: a) La información contenida en el folleto era verdadera. b) Los datos relevantes cuya omisión causó la pérdida fueron correctamente omitidos».

Literalmente, este artículo no invierte la carga de la prueba de la culpabilidad, ni sienta *a contrario* una presunción de culpabilidad del emisor. De modo distinto, el artículo 35.2 del Real Decreto 1310/2005 sí penaliza las omisiones de comprobación de la entidad directora, cuando declara que «la entidad directora resultará responsable cuando no lleve a cabo diligentemente las comprobaciones a las que se refiere este artículo». La defensa está al alcance de cualquiera de los eventuales responsables por folleto, incluso el emisor de los valores. Esto, a diferencia de otros Ordenamientos en los que se concede la *due diligence defense* a diversos sujetos responsables y al oferente de los valores -quien vende o comercializa los valores-, pero no al emisor, a quien se impone una responsabilidad objetiva por el registro de información incorrecta.

dc) Aplicación al caso.- Los criterios comúnmente decisivos para demostrar la diligencia debida son haber confiado en información experta u oficial, o bien, si el examen de la información está al alcance del eventual responsable, haber practicado una razonable investigación.

Los errores contables del Folleto no provienen de información oficial. No obstante, la demandada y los dictámenes de parte otorgan gran importancia a las opiniones limpias de auditoría, como información experta exonerante de responsabilidad de Bankia.

Desde luego, la opinión de auditoría y la opinión del experto (o del auditor actuando como experto) sobre información financiera proforma, en el marco conceptual internacional, son certificaciones con un grado de fiabilidad razonable que, en principio, permiten procurarse la defensa de diligencia debida (IFAC, ISAE 3420, *Assurance Engagements to Report on the Compilation of Pro Forma Financial Information Included in a Prospectus*, 2013). El prototipo de información experta tradicionalmente han sido los datos objeto de la auditoría de cuentas, en cuanto la doble verificación sería ineficiente.

Distintamente, en ejecución de la carta de encargo (*arrangement letter*) a Deloitte (15/5/2011), la carta de confort del auditor sobre el Folleto (29/6/2011) no es equiparable a una opinión de auditoría y no expertiza la información a los efectos de la defensa (*In re WorldCom*, 346 F2d 628 [SDNY 2004]). La *comfort letter* que suelen pedir las entidades colocadoras de una emisión de valores a los auditores sobre la información financiera contenida en el folleto y no cubierta por el informe de auditoría es, en el marco conceptual internacional de la auditoría, un encargo de procedimientos acordados (*agreed-upon procedures engagement*). En esta clase de encargos se encomienda al experto, aquí auditor, ejecutar unos determinados procedimientos de naturaleza revisora, convenidos entre el experto y el comitente, e informar sobre hallazgos factuales. La carta no expresa certeza y los usuarios deben extraer de ella sus propias conclusiones.

Al margen de las anteriores precisiones sobre las distintas clases de información experta, sin la debida diligencia no cabe eximirse de responsabilidad, en lo que coinciden invariablemente las legislaciones (p. ej. sec. 12[a][2] Securities Act o sch. 10A.3.2 FSMA). Una expertización interesada de todo el folleto no desprotegerá al inversor. Aunque la defensa de diligencia debida no exige, respecto a la información experta, la conducción de una investigación razonable; la exoneración de responsabilidad también se condiciona, además, a la creencia o confianza razonable (*reasonable reliance*) en la veracidad de la información o, simétricamente, a la ausencia de bases o de motivos para desconfiar de la misma (igual que la posición del demandado por una acción común por información incorrecta). En efecto, la opinión del auditor no es un escudo (ni es lícito instrumentar al auditor) y la confianza en la opinión del auditor no puede ser ciega por lo que la presencia de datos llamativos



(*red flags*) crean el deber de investigar la información experta, incluso los estados auditados (citando otras, *In re WorldCom* , 346 F2d 628 [SDNY 2004]).

Justamente, al tratar de los errores contables hemos comprobado que el Emisor no podía confiar razonablemente en partidas importantes que integran las cuentas anuales. Bankia tampoco efectuó al tiempo de la emisión una investigación razonable de las partidas que se han señalado como errores contables y, de hecho, practicó con posterioridad a la OPS investigaciones que bien pudo haber realizado previamente.

e) Causación de la decisión y de la pérdida.- «De acuerdo con las condiciones que se determinen reglamentariamente, todas las personas indicadas en los apartados anteriores, según el caso, serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante» (art. 28.3 I LMV).

La expresión «como consecuencia» está aquejada de ambigüedad del alcance. Sin duda, los daños deben ser consecuencia de las informaciones falsas o de las omisiones. ¿Debe ser también la adquisición de los valores consecuencia de la información incorrecta? En otras palabras, ¿se requiere la causación de la decisión de invertir? Hemos visto que algunos Ordenamientos prescinden de la causación de la decisión, al menos en la responsabilidad civil por folleto. En nuestro Derecho, en interpretación auténtica delegada, el artículo 36 del Real Decreto 1310/2005 sólo pide causación del daño, luego *sub silentio* no la causación de la decisión. Hay otro argumento coadyuvante, de constancia terminológica *a contrario* : el Legislador no emplea aquí la expresión «informaciones falsas o engañosas» y sí en otros varios artículos, luego parece que el engaño o error del inversor es irrelevante. En suma, es defendible que en la responsabilidad por folleto la causación del daño es suficiente, sin que deba probarse, además, causación de la decisión.

Con todo, en la expresión «titulares de los valores adquiridos», la palabra «adquiridos» es redundante si no fuera para significar la necesaria causación de la decisión de adquirir. En la hipótesis de que el Legislador no se expresa de un modo redundante, la doctrina de la confianza indirecta, en cualquiera de sus variantes, permite entender que el inversor confió en la información incorrecta aunque no leyera el Folleto. Así, la causación de la decisión podrá inferirse de la importancia (*materiality*) de la inexactitud (*Affiliated Ute Citizens of Utah v US* , 406 US 128 [1972]). O, más refinadamente, resulta razonable la versión más acabada de la teoría del fraude al mercado que, aunque dictada para los supuestos de fraude, es trasladable a las informaciones negligentes. Esta doctrina se menciona en el escrito de demanda.

La teoría del fraude al mercado (*fraud-on-the-market theory*) parte dos premisas: (1ª) en un mercado de valores eficiente el precio incorpora toda la información pública disponible y (2ª) el inversor confía en la integridad de los precios del mercado. Siendo así que el precio también incorpora la información incorrecta, estará distorsionado. No obstante, la formulación jurisprudencial (*Basic Inc v Levinson* , 485 US 224 [1988]) se contenta con la premisa más modesta de que una información conocida públicamente normalmente afecta a las cotizaciones. La presunción *Basic* incorpora dos presunciones constituyentes: primero, si el demandante demuestra que la información incorrecta era pública y relevante y que el valor se negociaba en un mercado en general eficiente, estará legitimado para presumir que la información incorrecta afectó a la cotización (*price impact*). Segundo, si el demandante demuestra también que compró el valor al precio de mercado durante el período relevante, tendrá derecho a la presunción adicional de que compró el valor confiando en la información incorrecta. En sentido opuesto, la presunción *Basic* es una presunción *iuris tantum* y el demandado podrá contraprobar el desconocimiento de la información por el mercado, la falta de relevancia respecto al conjunto total de información disponible, la ineficiencia del mercado en cuestión, que el demandante operó después de la revelación de la información (truth-on-the market defence) o, finalmente, que la información no tuvo impacto en los precios o que el demandante hubiera comprado o vendido, de todos modos, pese a la información incorrecta (*Halliburton Co v Erica P John Fund Inc* , 573 US ___ [2014] o " *Halliburton II* ").

Este razonamiento se extiende a las nuevas emisiones bajo la variante *fraud-created-the-market doctrine* , asumiendo que la confianza la provoca la mera existencia de un mercado del valor en cuestión y que el valor hubiera resultado innegociable si no es por las declaraciones falsas o engañosas.

En el presente caso, la parte demandante cumple el test compuesto por el que debe probar los presupuestos de publicidad-relevancia (*materiality*)-eficiencia del mercado y temporaneidad (*market timing*); porque la información del Folleto era pública, las correcciones eran relevantes, la Bolsa española es un mercado eficiente, la parte demandante suscribió las acciones entre la fecha de publicación del Folleto y el momento en que la realidad fue revelada. Por su parte, la demandada Bankia no ha desvirtuado las presunciones integradas en el anterior razonamiento pues todo su esfuerzo pericial se concentra en la materia contable y no en las cuestiones características de la *securities litigation* .



f) Prescripción.- «La acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto» (art. 28.3 II LMV).

En el supuesto enjuiciado, la demandada no ha opuesto la excepción de prescripción. Aunque lo hubiera hecho, la acción no estaría prescrita al ser indisputable que la prescripción no comenzó a correr, al menos, desde la fecha de reformulación de las cuentas.

D) Cálculo de la indemnización.-

a) Interés negativo.- La responsabilidad por folleto es una responsabilidad legal y no contractual (llámese precontractual o por *culpa in contrahendo*). Como la información incorrecta no origina obligaciones contractuales (v. *supra* VIII A)], el perjudicado no tiene derecho a reclamar daños según las bases normales contractuales, es decir, la diferencia entre el valor de lo recibido y el valor de lo que tendría que haber sido recibido si la información hubiera sido correcta (interés positivo).

Diversamente, el perjudicado solo tiene derecho a una compensación por la pérdida efectivamente causada por la incorrección de la información, esto es, la diferencia entre el valor de lo recibido y el precio pagado (interés negativo o de confianza), a lo que debe añadirse una eventual pérdida consecuencial adicional a la diferencia entre valor recibido y la atribución del perjudicado.

b) Materialización del daño.- « Como observación de pura lógica, en el momento en que la operación tiene lugar, el demandante no ha sufrido pérdida; el precio de compra inflado se compensa por la propiedad de una acción que *en ese instante* posee un valor equivalente. Es más, el enlace lógico entre el precio de compra de la acción inflado y cualquier pérdida económica posterior no es invariablemente sólido. Las acciones normalmente se compran con miras a una venta posterior. Pero si, digamos, el comprador vende las acciones rápidamente antes de que la verdad relevante empiece a filtrarse, la declaración inexacta no habrá llevado a ninguna pérdida» (*Dura Pharmaceuticals Inc v Michael Broudo* , 544 US 336 [2005]). Esta precisión conviene para quienes operan intradía, los arbitrajistas y los inversores especulativos. No hay daño para los inversores, cualificados o no, que se deshicieron de las acciones de Bankia antes del desplome bursátil.

También se puede alcanzar la misma conclusión en otras jurisdicciones en las que si bien se computa cualquier beneficio recibido por el demandante de la operación que «incluye el valor de mercado de la propiedad adquirida en el momento de la adquisición; pero esa regla general no debe ser aplicada inflexiblemente cuando hacer eso le impediría obtener una compensación plena por el ilícito sufrido». La regla general normalmente no se aplicará si «la información inexacta ha continuado operando después de la fecha de adquisición del activo induciendo al demandante a retener el activo». Además, «el demandante está legitimado para reclamar pérdidas consecuenciales causadas por la operación»; si bien «el demandante debe tomar todos los pasos razonables para mitigar su pérdida una vez que ha descubierto el fraude» (*Smith New Court Securities v Scrimgeour Vickers* [1996] UKHL 3).

c) Atribución del daño a la incorrección.- La atribución del daño a la información incorrecta parte de un conjunto de consideraciones:

ca) Deseable desagregación de causas.- «Si el comprador vende más tarde después de que la verdad se abra camino en el mercado, un precio de compra inicialmente inflado *puede* significar una pérdida posterior. Pero eso está lejos de ser inevitable. Cuando el comprador subsiguientemente revende esas acciones, incluso a un precio más bajo, ese precio más bajo puede reflejar, no la anterior declaración inexacta, sino circunstancias económicas cambiadas, expectativas de los inversores cambiadas, nuevos hechos específicos de la industria o de la compañía, condiciones, u otros eventos, que tomados separadamente o conjuntamente, den cuenta de parte o todo de ese precio más bajo. (Lo mismo es verdad respecto a una pretensión de que el precio más alto de la acción es más bajo de lo que hubiera sido de otro modo-una pretensión que aquí no consideramos). Estando igual todo lo demás, cuanto más largo el tiempo entre la compra y la venta, esto es más probable, i.e., es más probable que otros factores causaran el daño.

Dada la maraña de factores que afecta al precio, la sola lógica nos permite decir como máximo que el precio de compra más alto tendrá un papel a veces en provocar una pérdida futura. Podría probarse que es una condición necesaria de cualquier pérdida como tal y en ese sentido uno podría decir que el precio de compra inflado sugiere que la declaración inexacta (utilizando el lenguaje que el Noveno Circuito utilizó) apunta a (*touches upon*) una pérdida económica posterior. Apuntar a una pérdida no es causar una pérdida, y es esto último lo que la ley requiere. [...]

De hecho, el Restatement of Torts, al describir el consenso judicial, dice que una persona que "presenta inadecuadamente la situación financiera de una corporación en orden a vender sus acciones" se vuelve responsable frente a un comprador confiado "por la pérdida" que el comprador experimenta "cuando los



hechos... vienen a ser generalmente conocidos" y "como resultado" el valor de la acción se "deprecia" § 548A, Comment b, en 107. Los tratadistas, también han enfatizado la necesidad de probar causalidad próxima» (*Dura Pharmaceuticals Inc v Michael Broudo* , 544 US 336 [2005]).

El método idóneo para demostrar la causación del daño es un estudio sobre eventos (*event studies* , habiendo reconocido su valía pericial, *Halliburton II* ; ampliamente, *Bricklayers & Trowel Trades Int'l Pension Fund v Credit Suisse Sec. (USA) LLC* , No. 12-1750 [1st Cir 14.5.2014]). Un estudio de eventos es un análisis estadístico de regresión que examina el efecto de un evento (como la revelación de una información incorrecta) sobre una variable dependiente (como la cotización de una acción). No obstante, la parte demandante no acompaña pericial de esta clase.

En cualquier caso, en aquellos casos "verdad más caída" (*truth plus drop*), en los que la inflación se disipa por revelación de la incorrección (*corrective disclosure*), tras la que se produce una caída de la cotización no explicable por otros eventos (*confounding events*), puede afirmarse el nexo causal entre revelación y pérdida. Este fenómeno se acentúa en los casos de colapso de la compañía.

No obstante, fuera de este paradigma platónico, si no puede fijarse con una mínima certidumbre el momento de la revelación sino que la verdad se filtra progresivamente al mercado (*leakage*) o la compañía es capaz de manipular la reacción del mercado (p. ej. cocinando los libros), será difícil poder apreciar un daño legalmente relevante en la medida en que la pérdida no sea mayor que la que hubieran experimentado los accionistas de las compañías más asimilables en un contexto de descensos generalizados de las cotizaciones (este es el supuesto más común de evento confusorio).

Por razonable aproximación, si observamos la evolución de la cotización de las otras tres grandes entidades financieras del país en aquella fecha (SAN, BBVA y CABK), entre el 10/2/2012 y el 25/8/2012 (fecha en que el mercado ha absorbido la revelación correctiva por la regla que se explica en el apartado siguiente), el descenso de la cotización en las entidades asimilables del sector se sitúa, en términos medios, en torno al 20%.

En el caso de Bankia, se produjo una primera revelación correctiva de la información, parcial, el 7/11/2011 por rescate del Banco de Valencia, pero luego se recupera la cotización. La caída sustancial de cotización se produce entre febrero de 2012 y julio de 2012. La información negativa se filtra a partir del 10/2/2012, día en que, mediante la comunicación de diversos hechos relevantes, Bankia publica los resultados de 2011 y anuncia una ampliación de capital (v. CNMV, *Nota sobre la evolución de la cotización* , 5). Después, la verdad de la situación financiera se revela crudamente al mercado el 25/5/2012, fecha en la que fijamos la revelación correctiva, cuando el nuevo Consejo de Bankia presenta las cuentas auditadas con abultadas pérdidas, pide una inyección de capital de 19 000 M? de los que 12 000 M? eran para Bankia y la CNMV suspende la negociación.

cb) *Limitación del daño.*- Las pérdidas que se produzcan una vez agotados los efectos de la inflación del valor serán imputables al inversor, al que se le podrá oponer una defensión por responsabilidad contributiva (arg. art. 1103 CC , principio ya presente en nuestra legislación histórica en *Dig.* 50.17.203 y *Part.* 7.34, 18 y 22; con mejor técnica, VI 5:102 DCFR; abundando la jurisprudencia sobre la "concurrency de culpas" o concurso de responsabilidades como juicio normativo y no puramente causal). En un mercado suficientemente líquido, como el de las acciones de Bankia, el accionista puede vender en cualquier momento.

A falta de una prueba pericial, en la fijación de la ventana indemnizable nos parece adecuado coincidir con la solución de la legislación más avanzada. La Exchange Act estadounidense limita el daño resarcible a la diferencia entre el precio de adquisición o enajenación que el demandante pagó o recibió y la cotización media durante los noventa días posteriores a contar desde que se reveló la información; período que se reduce a los días posteriores transcurridos si el demandante vendió o recompró el valor antes del término de los noventa días (sec. 21D, 15 USC §78u-4[e][1]-[2]).

Conforme a lo explicado, la inflación de la cotización sería la diferencia entre la cotización antes de la revelación correctiva (3,525 ? a 10/2/2012) y la cotización media entre el 26/5/2012 y 25/8/2012 (0,964 ?). En consecuencia, la pérdida bruta sería de 2,561 ?. Sin embargo, por la evolución del sector, la cotización hubiera bajado de todos modos e hipotéticamente a 2,82 ?; por lo que la pérdida, neta del efecto del subsector bancario de las mayores entidades, son 1,856 ?.

cc) *Computación de beneficios.*- La cuestión de la computación de beneficios surge cuando el mismo hecho que produce el daño (aquí la adquisición de las acciones sobrevaloradas) determina a favor de la misma persona un lucro que debe ser computado en el cálculo del daño indemnizable (*compensatio lucri cum damno*). Esta computación es consistente para quienes sostienen la teoría de la diferencia (*Differenzprinzip*) y, en determinados supuestos, se ha justificado por la interdicción de enriquecimientos injustificados.



Desde luego, la computación de beneficios debe limitarse a los casos en los que el beneficio es un resultado del mismo evento dañoso y, además, es justo y razonable tener en cuenta tales beneficios (VI 6:103 DCFR *Equalisation of benefits*, que establece una regla general de no-compensación). La jurisprudencia afirma que debe existir «relación entre el daño y la ventaja» (STS 1ª 15.12.1981), «a partir de los mismos hechos que ocasionaron la infracción obligacional» (STS 1ª 301/2008, 8.5), no procediendo la compensación en otro caso (SSTS 1ª 811/1965, 27.11 y 430/1966, 10.6).

Explicado lo anterior, las ventajas o utilidades obvias son los dividendos o la recuperación de valor de las acciones que, en otro caso, no se habrían comprado. El daño por inflación de valor solo es daño en la medida que no sea recuperable. En este sentido, el alza de la cotización recupera el daño. Si el inversor voluntariamente retiene el activo una vez disipado el efecto de la revelación de la información, el daño debe calcularse como la diferencia entre el precio antes de la revelación correctiva y el valor más alto que alcanzó la cotización (máximo de recuperación) una vez el mercado sabe de la verdad. La razón es que si el inversor no vende y recupera menos, el inversor contribuyó al daño.

En este caso, las acciones alcanzaron su cotización máxima con posterioridad a la revelación correctiva y absorción de la revelación, el 21/9/2012, con una cotización de 1,44 €, lo que supone una diferencia hasta 3,525 € (a 10/2/2012) de 2,085 €. Esto significa que, con el alza posterior de la cotización, el inversor no recuperó nada de la pérdida.

Finalmente, el caso presenta la particularidad de la contradivisión (*contrasplit*) -agrupación de las acciones y aumento de su valor nominal- que es una pérdida consecencial en las acciones agrupadas o amortizadas por la diferencia entre el precio de cotización a la fecha de ejecución de los acuerdos el día 19/4/2013 (0,17 €) y el precio de la expropiación (0,01 € [v. Resolución del FROB de 16.4.2013]), luego resulta una pérdida unitaria consecencial de 0,16 €.

La síntesis de todo lo expuesto para los 5333 títulos se desglosa en:

(1) 53 nuevas acciones por agrupación, con pérdida unitaria causada por la revelación correctiva de 1,856 €, luego por el total de acciones mantenidas, **98,37 €**. Por lo explicado, consideramos que la pérdida se consolida a los 90 días de la revelación correctiva. Además, habrían de computarse como beneficios los dividendos que, en otro caso, se pudieran haber abonado a la parte demandante.

(2) 5247 acciones que se amortizan. La pérdida se consolidó definitivamente el 19/4/2013 y asciende igualmente a 1,856 € más 0,16 € por razón del *contrasplit*, siendo la suma **10 577,95 €**.

(3) 33 acciones, como pico o resto de acciones que no pudieron ser agrupados para la adquisición de una nueva acción. La pérdida se consolidó definitivamente el 19/4/2013 y asciende igualmente a 1,856 € más 0,16 € por razón del *contrasplit*, en total **66,53 €**. A ello habría de añadirse los gastos y corretajes que las entidades depositarias hubieran, en su caso, repercutido, que aquí no se acreditan (art. 217.2 LEC).

En suma, la indemnización se calcula en **10 742,85 €**.

e) Intereses.- Siendo la deuda resarcitoria una deuda de valor, la parte perjudicada tiene derecho a cobrar intereses compensatorios. Los defectos de prueba de las variables para su cálculo perjudican a la parte demandante (art. 217.2 LEC).

La *base de cálculo* es la cuantía de la pérdida calculada en el apartado anterior.

El *día inicial* desde el que deben computarse los intereses debe fijarse en la fecha de materialización o consolidación de la pérdida, en este caso, 98,37 € desde el 25/8/2012 y 10 644,48 € desde el 19/4/2013.

Además, procede la condena al pago de los *intereses legales*, conforme a lo suplicado (art. 216 LEC) por ser menores a los intereses que resultarían de la doctrina del préstamo forzoso, que llevaría a conceder un interés de mercado plausiblemente algo superior (v. esta doctrina en nuestra Sentencia nº 202/2014, 29.9).

Finalmente, en la restitución, la capitalización debe ser a *interés compuesto* (anatocismo) porque el interés compuesto es el usual en el tráfico moderno (arg. *Sempra Metals Ltd v IRC* [2007] UKHL 34) y también por coherencia económica. En efecto, tanto el interés simple como el compuesto miden el valor en el tiempo del capital principal y el interés compuesto también el valor en el tiempo de los pagos por intereses, valor este último que escaparía al interés simple. El interés compuesto compensa al acreedor por las variaciones de valor de toda la cantidad debida, intereses inclusive; mientras que el interés simple distingue artificiosamente, a efectos de revaluación, entre el pago por principal y por intereses (*Bank of America Canada v Mutual Trust Co*, 2002 SCC 43). Prudentemente, el período de capitalización de intereses debe ser anual (arg. art. 573-9.2 del Anteproyecto de Código Mercantil de 2014).

IX



COSTAS

Conforme al artículo 394.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil , que expresa el **principio de distribución** , por haber sido parcial la estimación de las pretensiones, **cada parte** abonará las costas causadas a su instancia y las comunes por mitad, sin que haya méritos para imponerlas a una de ellas por haber litigado con temeridad.

Vistos los preceptos legales citados y demás de general y pertinente aplicación,

FALLO

Que debo estimar y **ESTIMO PARCIALMENTE** la demanda , y en su virtud dictar los siguientes pronunciamientos:

Primero.- **Condenar a Bankia, S.A.** a indemnizar a **Fructuoso** con la suma de DIEZ MIL SETECIENTOS CUARENTA Y DOS EUROS CON OCHENTA Y CINCO CÉNTIMOS (**10 742,85 ?**); así como los intereses legales de 98,37 ? desde el 25/8/2012 y de 10 644,48 ? desde el 19/4/2013, compuestos con capitalización anual.

Segundo.- **No** ha lugar a especial pronunciamiento respecto de las **costas** procesales.

Así, por esta mi Sentencia, definitivamente juzgando, lo pronuncio, mando y firmo.

Notifíquese esta resolución a las partes, indicándoles que no es firme y cabe interponer **recurso** de apelación contra ella del que conocería la Ilma. Audiencia Provincial de Madrid. En su caso, el recurso de apelación se interpondrá ante este tribunal dentro del plazo de veinte días contados desde el día siguiente a la notificación. La admisión del recurso precisará que, al interponerse el mismo, se haya consignado en la oportuna entidad de crédito y en la "Cuenta de Depósitos y Consignaciones" abierta a nombre del Juzgado, la cantidad objeto de depósito, de 50 euros, lo que deberá ser acreditado.

Archívese el original de esta resolución en el Libro de sentencias y póngase testimonio literal en los autos de su razón.

Publicación .- Dada, leída y publicada ha sido la anterior sentencia por S.S.^a Ilma., estando celebrando audiencia pública en el mismo día de su fecha; de lo que como Secretario de este Juzgado, doy fe.