

NURIA FERNÁNDEZ PÉREZ  
Doctora en Derecho  
Universidad de Alicante

LA PROTECCIÓN JURÍDICA DEL  
ACCIONISTA INVERSOR

Prólogo

LUIS FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA  
Catedrático de Derecho Mercantil

ARANZADI  

---

EDITORIAL

## SUMARIO

	<u>Página</u>
ABREVIATURAS .....	19
PRÓLOGO .....	23

### PRIMERA PARTE

#### ASPECTOS TÉCNICOS Y POLÍTICO-JURÍDICOS ANUDADOS A LA PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA INVERSOR

#### *CAPÍTULO I*

<i>LA PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA INVERSOR COMO PROBLEMA DE POLÍTICA JURÍDICA</i> .....	33
1. Preliminar .....	33
2. La figura del accionista inversor .....	41
2.1. El accionista como socio y como inversor en valores negociables .....	41
2.1.1. Como socio .....	41
2.1.2. Como inversor en valores negociables .....	47
2.2. Comunidad de intereses jurídicamente protegibles del inversor en valores negociables .....	50
2.2.1. Seguridad .....	50
2.2.2. Rentabilidad .....	59
2.2.3. Liquidez .....	61
a) Valor negociable-instrumento financiero.	62
b) La organización de los mercados .....	71

	<u>Página</u>
2.3. El inversor institucional como colector del ahorro de los inversores individuales .....	75
2.4. La posibilidad de calificar al accionista inversor como supuesto específico de consumidor .....	81
2.4.1. El concepto de consumidor. El estado de la cuestión con anterioridad a la Ley sobre Condiciones Generales de la Contratación .....	81
2.4.2. La Ley sobre Condiciones Generales de la Contratación: del consumidor final al adherente .....	84
3. Problemas a los que se enfrenta el accionista inversor e instrumentos de tutela: enunciación y remisión .....	86
3.1. Enunciación de la problemática .....	86
3.2. Mecanismos de tutela indirecta y directa .....	92

## CAPÍTULO II

<i>INADECUACIÓN DEL RÉGIMEN LEGAL DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA A LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA Y SU REPERCUSIÓN SOBRE LA TUTELA DEL ACCIONISTA INVERSOR .....</i>	<i>99</i>
1. La recepción por el Ordenamiento español del modelo dualista SA-SRL .....	99
2. La ausencia de un estatuto jurídico propio de la sociedad anónima cotizada en nuestro Ordenamiento .....	106
2.1. Las recientes reformas en el régimen jurídico de la sociedad cotizada: la Ley 37/1998, de Reforma de la Ley 24/1988, la Ley 50/1998, de acompañamiento a la Ley de Presupuestos para el año 1999, el RD 2590/1998, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores y la Ley 55/1999, de acompañamiento a la Ley de Presupuestos para el año 2000 .....	106
2.2. Régimen jurídico de la sociedad anónima cotizada: organización, financiación y control externo .....	111
2.2.1. Aspectos organizativos .....	111
a) Configuración legal .....	111

*SUMARIO*

	<u>Página</u>
b) La opción por la vía de la autorregulación en materia de órganos: el Informe Olivencia .....	114
b.1) Preliminar .....	114
b.2) El modelo anglosajón .....	116
b.3) La incidencia del Informe Olivencia sobre el estatuto de la sociedad cotizada .....	121
2.2.2. Financiación .....	123
2.2.3. Control externo .....	129
2.3. Las recientes tendencias en el Derecho Comparado: desregulación y flexibilización de la sociedad anónima y creación de un estatuto propio de la sociedad cotizada .....	132
3. La necesaria articulación de un estatuto legal de la sociedad cotizada .....	136

SEGUNDA PARTE

LA PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA INVERSOR  
EN EL DERECHO COMPARADO

*CAPÍTULO I*

<i>ORDENAMIENTOS ANGLOSAJONES</i> .....	147
1. El ordenamiento norteamericano .....	147
1.1. Aproximación al Ordenamiento norteamericano ...	147
1.1.1. Las medidas de protección al inversor .....	147
1.1.2. La SEC .....	150
1.2. La transparencia informativa como instrumento de protección al inversor .....	153
1.2.1. Notas introductorias .....	153
1.2.2. Garantías para los inversores durante el proceso de emisión de los valores .....	156

	<u>Página</u>
1.3. La protección del inversor vía judicial .....	159
1.3.1. Medidas generales en torno al fraude de valores .....	159
1.3.2. Estudio de los principales remedios judiciales a instancia de los inversores .....	160
1.3.3. Modos de articular las acciones: «direct action», «derivative action» y «class action» .....	162
a) «Derivative action» .....	163
b) «Class action» .....	163
1.3.4. El sometimiento a arbitraje de causas relacionadas con el mercado de valores .....	165
1.4. Otras vías destacadas de protección al inversor .....	167
1.4.1. La represión del «insider trading» .....	167
a) Encuadramiento de la prohibición en el Derecho Federal .....	167
b) La acción civil derivada de la regla 10b)5. ....	174
1.4.2. Las ofertas públicas de adquisición .....	176
2. El Ordenamiento británico .....	180
2.1. Aproximación .....	180
2.2. La función preventiva de las reglas de conducta en relación a la protección del inversor .....	183
2.3. Las OPAS («Takeovers and Mergers») .....	187
2.3.1. Aproximación al fenómeno .....	187
2.3.2. El «Code on Take-overs and Mergers» .....	188
2.4. El papel de los socios en las Juntas Generales: el control sobre el órgano de administración y los auditores .	190

## CAPÍTULO II

<i>ORDENAMIENTOS CONTINENTALES</i> .....	195
1. El Ordenamiento italiano .....	195
1.1. La reforma del mercado de valores italiano y del régimen de las sociedades cotizadas a la luz del Texto Único .....	195

SUMARIO

	<u>Página</u>
1.1.1. Mecanismos para asegurar la transparencia en el mercado de valores .....	201
a) La transparencia en el momento de la emisión de los productos financieros ...	201
b) La exigencia de una información continuada sobre las sociedades cotizadas: transparencia continua .....	205
1.2. Los mecanismos de control interno sobre la función gestora .....	209
1.2.1. La protección de las minorías accionariales como criterio inspirador de la reforma de la sociedad cotizada .....	209
1.2.2. Incremento de las posibilidades de participación de las minorías .....	210
1.2.3. Mecanismos internos de control .....	213
1.2.4. El reforzamiento del Colegio sindical: su configuración como órgano de control .....	215
1.2.5. El reconocimiento de la legalidad de los pactos parasociales y la imposición de deberes de publicidad en torno a los mismos .	217
2. El Ordenamiento alemán .....	219
2.1. La protección del accionista inversor desde la perspectiva del Derecho de Sociedades. La Ley sobre el Control y la Transparencia Empresarial («Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich» –KonTraG–): el reforzamiento de la transparencia y control sobre la gestión social .....	220
2.2. La protección del inversor al amparo de la regulación bursátil. La Ley sobre el Comercio de Valores y sobre la Modificación de Determinadas Disposiciones en Materia Bursátil y de Valores (Segunda Ley de Promoción del Mercado Financiero) .....	225
2.2.1. La creación de una Autoridad Federal de Supervisión del Mercado de Valores («Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel») ...	227

	<u>Página</u>
2.2.2. El establecimiento de un régimen en torno al abuso de información privilegiada («Verbot von Insidergeschäften») .....	229
2.2.3. Medidas dirigidas a potenciar la transparencia informativa .....	231
2.2.4. La sujeción de las empresas de servicios de inversión a normas de conducta .....	232
2.2.5. El Código de conducta sobre ofertas públicas de adquisición («Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote») .....	233
3. El Ordenamiento francés .....	238
3.1. Evolución normativa del Derecho del Mercado de Valores y del Derecho Societario .....	238
3.2. La Comisión de Operaciones de Bolsa (COB) .....	241
3.3. Posibilidades de defensa organizada de los accionistas inversores .....	245
3.3.1. Ideas previas .....	245
3.3.2. Asociaciones de inversores y accionistas ...	246
3.4. Los mecanismos de protección al inversor en las ofertas públicas .....	249

### TERCERA PARTE

#### LA PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA INVERSOR EN EL DERECHO ESPAÑOL

##### CAPÍTULO I

<i>MECANISMOS DE TUTELA INDIRECTA</i> .....	257
1. La transparencia informativa .....	257
1.1. Deberes de información que pesan sobre el emisor ..	258
1.1.1. En la emisión de los valores .....	258
1.1.2. En las operaciones efectuadas en los mercados secundarios: información periódica e información sobre hechos puntuales .....	267

## SUMARIO

	<u>Página</u>
1.1.3. La publicidad como vía para potenciar la transparencia y la protección de los inversores .....	271
1.2. Deberes de información que pesan sobre las empresas de servicios de inversión .....	277
1.2.1. De carácter precontractual .....	279
1.2.2. En vía contractual .....	280
2. El folleto informativo en particular, como instrumento concebido para otorgar adecuada tutela a los inversores ..	283
2.1. Consideraciones introductorias .....	283
2.2. El folleto como instrumento de publicidad-promoción de la suscripción u oferta de valores .....	286
2.3. El folleto informativo como parte integrante del contrato .....	296
2.4. Responsabilidad derivada del folleto .....	299
2.4.1. Ideas preliminares .....	299
2.4.2. Inexactitudes u omisiones que puedan perturbar o impedir la formación del juicio completo y razonado del inversor .....	302
2.4.3. Inexistencia de sanciones para los supuestos de inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto .....	305
2.4.4. Eventual responsabilidad del emisor-ofertante .....	307
a) Responsabilidad civil .....	307
b) Responsabilidad penal .....	311
2.4.5. Responsabilidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores .....	314
2.4.6. Responsabilidad de las Entidades Directoras ..	318
2.4.7. Inexistencia de un folleto verificado e inscrito en la CNMV .....	322
2.5. Recapitulación crítica: propuestas .....	324
3. El mercado del control societario: la repercusión de las ofertas públicas de adquisición en la esfera del accionista inversor .....	324

	Página
4. La prohibición del «insider trading» .....	338
4.1. Justificación en torno a la represión de este fenómeno.....	338
4.2. Régimen legal .....	343
4.2.1. Los sujetos «insiders» o iniciados .....	343
4.2.2. La información privilegiada .....	348
4.2.3. Responsabilidad del «insider» o iniciado ...	350
5. Las normas de conducta como vía de protección de los accionistas frente a la actuación de las empresas de servicios de inversión .....	354
5.1. Notas introductorias .....	354
5.2. Las empresas de servicios de inversión: condiciones de acceso y de ejercicio, como vías de protección indirecta a los inversores .....	355
5.3. La significación de las normas de conducta como parámetros que modulan la relación de los intermediarios financieros con los inversores .....	361
5.3.1. Preliminar .....	361
5.3.2. Régimen legal de las normas de conducta en la Ley del Mercado de Valores .....	363
5.3.3. El desarrollo de las normas de conducta en el RD 629/1993: El Código General de Conducta .....	367
a) Registros administrativos .....	368
b) El Código General de Conducta de los Mercados de Valores .....	369
c) Reglamentos internos de conducta .....	371
d) Responsabilidad en caso de incumplimiento .....	374
6. El Fondo de Garantía de Inversiones: un mecanismo de tutela de los inversores ante situaciones concursales de las empresas de servicios de inversión .....	375
6.1. Introducción: la protección de los pequeños inversores y del buen funcionamiento del mercado como fundamentos de la normativa comunitaria .....	375

SUMARIO

	Página
6.2. La introducción por la Ley del Mercado de Valores de un Fondo de Garantía de Inversiones .....	378
7. El Protector del Inversor y sus funciones. La ausencia de un servicio de reclamaciones del inversor .....	384
 <i>CAPÍTULO II</i>	
<i>MECANISMOS DE TUTELA DIRECTA</i> .....	387
1. El papel asignado a los accionistas en la Junta General ...	387
1.1. El derecho de información del accionista .....	387
1.2. Posibilidades de participación del accionista en la marcha social .....	395
1.3. El ejercicio del derecho de voto .....	400
1.3.1. Algunas cuestiones anudadas al ejercicio de este derecho .....	400
1.3.2. La nueva regulación de las acciones sin voto tras las reformas operadas por las Leyes 37/1998 y 50/1998 .....	407
1.4. El ejercicio del derecho de suscripción preferente y su exclusión .....	412
1.4.1. La exclusión del derecho por exigencias del interés social .....	412
1.4.2. Órgano competente para decidir la exclusión: la nueva regulación de las sociedades cotizadas .....	416
1.5. Valoración crítica .....	421
2. El control sobre la función gestora .....	421
2.1. El estado de la cuestión: posibilidades de control establecidas legalmente .....	421
2.2. El potenciamiento de los mecanismos preventivos de control sobre la función gestora por la vía de la autorregulación .....	429
2.3. El control externo ejercido por los auditores de cuentas .	439
3. La virtualidad de la creación de asociaciones de accionistas y de inversores .....	447

	<u>Página</u>
3.1. Razones que justifican su creación .....	447
3.1.1. La situación de indefensión del accionista inversor. Las asociaciones de accionistas como instrumento para una defensa más eficaz de sus intereses .....	447
3.1.2. La imposibilidad de integrar las asociaciones en los instrumentos reconocidos en el Ordenamiento .....	451
3.1.3. La necesidad de dotar a las asociaciones de accionistas e inversores de un marco jurídico propio .....	455
3.2. El Derecho francés como modelo entre las alternativas propuestas en Derecho Comparado .....	457
3.2.1. Aproximación .....	457
3.2.2. Las asociaciones de defensa de accionistas de sociedades cotizadas y de inversores en el Ordenamiento francés .....	459
a) Marco jurídico .....	459
b) Atribuciones y funcionamiento .....	460
3.2.3. Las asociaciones de accionistas en el Ordenamiento italiano .....	464
3.3. Las asociaciones de accionistas y de inversores en el Derecho español: una propuesta «de lege ferenda» ..	466
3.3.1. Introducción .....	466
3.3.2. Naturaleza jurídica .....	467
3.3.3. Constitución y funcionamiento .....	470
3.3.4. Funciones .....	474
a) Función informativa .....	474
b) Función de defensa .....	477
3.4. Consideraciones críticas .....	482
BIBLIOGRAFÍA .....	485