

CONCLUSIONES DEL ABOGADO GENERAL

SRA. ELEANOR SHARPSTON

presentadas el 12 de septiembre de 2013 (1)

**Asunto C-174/12**

**Alfred Hirmann**

**contra**

**Immofinanz AG**

[Petición de decisión prejudicial  
planteada por el Handelsgericht Wien (Austria)]

«Derecho de sociedades – Directiva 77/91/CEE – Responsabilidad de una sociedad anónima – Protección de los inversores que confían en información inexacta – Compatibilidad de una disposición nacional que establece la cancelación de una operación de compra de acciones»

1. Si un inversor adquiere acciones en una sociedad anónima en el mercado secundario (es decir, no con motivo de una ampliación del capital de la sociedad) y posteriormente alega que la información contenida en el folleto informativo de emisión en el que se basó para efectuar esa compra no era ni completa ni veraz, ¿puede un órgano jurisdiccional ordenar que la sociedad rescinda el contrato, exigiéndole, por tanto, que recompre sus propias acciones y reembolse el importe al inversor, o excluye el Derecho de la UE tal solución? Igualmente, ¿tiene dicho inversor derecho a que se le reembolse el precio de adquisición original o el valor de las acciones en la fecha en que alega su derecho?

2. El Handelsgericht Wien (Tribunal de lo Mercantil de Viena), que efectúa la presente petición, encuadró sus preguntas en el marco de la Directiva 77/91/CEE («Segunda Directiva de Derecho de sociedades»). (2) Sin embargo, esa Directiva fue derogada el 25 de octubre de 2012 y sustituida por un nuevo texto refundido: la Directiva 2012/30. (3) Por lo tanto, en las presentes conclusiones me referiré a la Segunda Directiva de Derecho de sociedades en tiempo pasado. Sin embargo, en la medida en que las disposiciones de la Directiva se reproducen en términos básicamente similares en la versión refundida (cuando así sucede, se han mencionado las disposiciones equivalentes en las notas), espero que los comentarios vertidos sean útiles tanto para el futuro como para el pasado.

3. El órgano jurisdiccional remitente señala que el artículo 15 (4) de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades limita el derecho de las sociedades anónimas de distribuir su capital entre los accionistas, mientras que el artículo 18 (5) prohíbe que una sociedad suscriba sus propias acciones. El órgano jurisdiccional nacional se pregunta si esas disposiciones excluyen la imposición de dicha solución a una sociedad anónima que haya incurrido en responsabilidad civil frente a un inversor en virtud de un incumplimiento de sus obligaciones de proporcionar

información. ¿Excluye la Segunda Directiva de Derecho de sociedades tal solución cuando implique el uso de capital suscrito y pueda causar la insolvencia de la sociedad? Por último, ¿se opone el principio de igualdad de trato de los accionistas a dicha solución?

4. En su resolución de remisión, el órgano jurisdiccional nacional también solicita orientación sobre la posible relevancia que para el litigio de que ha de conocer tienen la Directiva sobre el folleto, (6) la Directiva sobre requisitos de transparencia, (7) la Directiva sobre abuso del mercado (8) y la Directiva de garantías (9) sobre la coordinación de las garantías para la protección de los intereses de socios y terceros.

## **Derecho de la Unión Europea**

5. Las Directivas citadas por el órgano jurisdiccional nacional se dividen en dos grandes grupos: Directivas que fundamentalmente se refieren a la gobernanza empresarial (la Segunda Directiva de Derecho de sociedades y la Directiva de garantías) y Directivas que principalmente se ocupan de la protección del accionista (la Directiva sobre el folleto, la Directiva sobre requisitos de transparencia y la Directiva sobre abuso del mercado). (10) Para facilitar su comprensión, las agruparé de esa forma cuando exponga la correspondiente legislación de la UE.

### *Directivas sobre gobernanza empresarial*

#### La Segunda Directiva de Derecho de sociedades

6. Los considerandos segundo y cuarto de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades establecían que:

«[...] para asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas y de los acreedores de estas sociedades tiene una importancia muy especial la coordinación de las disposiciones nacionales relativas a su constitución, así como al mantenimiento, al aumento y a la reducción de su capital;

[...]

[...] se deben adoptar disposiciones comunitarias con el fin de preservar el capital, garantía de los acreedores, en particular prohibiendo cualquier reducción del mismo, mediante distribuciones indebidas a los accionistas y limitando la posibilidad para la sociedad de adquirir sus propias acciones».

7. La Segunda Directiva de Derecho de sociedades se aplicaba a los tipos de sociedad anónima enumerados en el artículo 1, apartado 1, entre los que se incluía, en relación con Austria, «die Aktiengesellschaft». (11)

8. El artículo 6 (12) de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades exigía que las sociedades anónimas tuvieran un importe mínimo de capital suscrito para que pudiese constituirse u obtener autorización para iniciar sus actividades.

9. El artículo 12 (13) de la misma Directiva establecía que «los accionistas no podrán ser eximidos de la obligación de hacer su aportación».

10. El artículo 15, apartado 1, (14) establecía:

«a) aparte de los casos de reducción del capital suscrito, no podrá hacerse distribución alguna entre los accionistas cuando, en la fecha del cierre del último ejercicio, el activo neto resultante de las cuentas anuales sea, o fuese a ser, como consecuencia de una distribución, inferior al importe

del capital suscrito aumentado con las reservas que la ley o los estatutos no permitieran distribuir;

[...]

c) el importe de cualquier distribución realizada entre los accionistas no podrá exceder del importe de los resultados del último ejercicio cerrado, aumentado con los beneficios a cuenta nueva, así como con las deducciones realizadas sobre reservas disponibles a este fin y disminuido por las pérdidas a cuenta nueva, así como las sumas puestas en reserva de conformidad con la ley o los estatutos;

d) el término “distribución”, tal como figura en las letras a) y c), englobará, en particular, el abono de dividendos y el de intereses relativos a las acciones.»

11. En caso de realizarse una distribución que contraviniese el artículo 15, el artículo 16 disponía que «deberá ser restituida por los accionistas que la hubieran percibido, si la sociedad demuestra que estos accionistas conocían la irregularidad de las distribuciones hechas a su favor o no podían ignorarlo teniendo en cuenta las circunstancias».

El artículo 18, apartado 1, (15) disponía que «las acciones de una sociedad no podrán ser suscritas por ésta» (el resto del artículo 18 no guarda relación con las presentes actuaciones).

12. El artículo 19 (16) permitía que una sociedad adquiriese sus propias acciones de conformidad con las condiciones allí establecidas. En concreto, entre dichas condiciones se incluía que la autorización debía concederse por la junta general, que fijaría las modalidades de las adquisiciones previstas; (17) que las adquisiciones no podían producir el efecto de hacer el activo neto inferior al importe indicado en el artículo 15, apartado 1, letra a), (18) y que la operación sólo podía referirse a acciones enteramente liberadas. (19) Los Estados miembros podían someter las adquisiciones a las condiciones adicionales enumeradas en el artículo 19, apartado 1, incisos i) a v).

13. El artículo 20, apartado 1, letra d), (20) permitía que los Estados miembros no aplicasen las condiciones establecidas en el artículo 19 en relación con «las acciones adquiridas en virtud de una obligación legal», entre otras situaciones.

14. Por último, el artículo 42 disponía que, a la hora de aplicar la Segunda Directiva de Derecho de sociedades, «los Estados miembros garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas».

#### Directiva de garantías

15. La Directiva de garantías se refiere, entre otros aspectos, a las circunstancias en las que puede declararse nula la existencia de una sociedad, así como a las consecuencias de esa nulidad.

16. El artículo 12 de la Directiva de garantías señala que los Estados miembros sólo podrán organizar el régimen de nulidad de las sociedades cuando sea declarada por resolución judicial y únicamente en los casos taxativamente enumerados en el apartado b), incisos i) a vi).

17. El artículo 13 especifica las consecuencias de la nulidad.

#### *Directivas sobre protección del accionista*

#### La Directiva sobre el folleto

18. Entre los objetivos de la Directiva sobre el folleto se incluye la armonización de los requisitos para la elaboración, aprobación y distribución del folleto que debe publicarse cuando se ofrecen al público o se admiten a cotización valores en un mercado regulado de un Estado miembro.

19. El décimo considerando de la Directiva sobre el folleto afirma que el objetivo de la Directiva es «garantizar la protección del inversor y la eficiencia del mercado».

20. El decimonoveno considerando dispone que «en todos los Estados miembros se requieren salvaguardias de protección de los intereses de los inversores reales y posibles para que estén capacitados para poder evaluar con la información suficiente esos riesgos y tomar decisiones de inversión con conocimiento de causa».

21. El artículo 5 de la Directiva sobre el folleto exige que el folleto contenga «toda la información que... sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y de todo garante y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará en forma fácilmente analizable y comprensible».

22. El artículo 6 de la Directiva sobre el folleto establece:

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

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

[...]»

23. El apartado 1 del artículo 25 de la Directiva sobre el folleto dispone lo siguiente:

«Sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales o de su régimen de responsabilidad civil, los Estados miembros se asegurarán, de conformidad con su Derecho nacional, de que pueden adoptarse las medidas administrativas apropiadas o que se imponen sanciones administrativas a los responsables cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas en aplicación de la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que estas medidas tienen un carácter efectivo, proporcionado y disuasorio.»

La Directiva sobre requisitos de transparencia

24. La Directiva sobre requisitos de transparencia trata de mejorar, entre otros aspectos, la protección al inversor y la eficiencia del mercado exigiendo a los emisores de valores que garanticen una transparencia apropiada a través de un flujo regular de información. (21)

25. El artículo 7 de la Directiva sobre requisitos de transparencia reza del siguiente modo:

«Los Estados miembros se asegurarán de que la responsabilidad de la elaboración y publicación de la información de conformidad con los artículos 4, 5, 6 y 16 recaiga al menos sobre el emisor o sus órganos de administración, gestión o control, y de que sus disposiciones legislativas, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad se apliquen a los emisores, a los órganos mencionados o a los responsables en el seno del emisor.»

26. Los artículos 4, 5, 6 y 16 de la Directiva sobre requisitos de transparencia exigen respectivamente que el emisor haga público: un informe financiero anual; un informe financiero semestral; una declaración de sus administradores, y todo cambio en los derechos vinculados a las diversas clases de acciones o valores.

27. El artículo 17 de la Directiva sobre requisitos de transparencia, titulado «Requisitos de información para los emisores cuyas acciones se admiten a negociación en un mercado regulado», dispone lo siguiente:

«1. El emisor de las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado garantizará el mismo trato a todos los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas.

[...]»

28. El artículo 28, apartado 1, de la Directiva sobre requisitos de transparencia establece:

«Sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales, los Estados miembros garantizarán, de conformidad con su Derecho nacional, que al menos se puedan tomar las medidas administrativas apropiadas o imponerse sanciones civiles y/o administrativas con relación a las personas responsables, cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas con arreglo a la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que estas medidas sean objetivas, proporcionadas y disuasorias.»

La Directiva sobre abuso del mercado

29. Entre otros fines, la Directiva sobre abuso del mercado trata de fomentar la integridad del mercado con la armonización de la legislación de los Estados miembros que prohíbe las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado.

30. El apartado 1 del artículo 14 de la Directiva sobre abuso del mercado dispone lo siguiente:

«Sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales los Estados miembros garantizarán, de conformidad con su Derecho nacional, que se tomen las medidas administrativas apropiadas, o que se impongan sanciones administrativas contra las personas responsables cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas con arreglo a la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que estas medidas tienen un carácter efectivo, proporcionado y disuasorio.»

*Derecho austriaco*

31. La Kapitalmarktgesetz (Ley del mercado de capitales) establece en su artículo 5 (relativo a las operaciones con consumidores):

«(1) Si se realiza una oferta sujeta a la emisión de folletos sin la previa publicación del folleto o de la información prevista en el artículo 6, los inversores que sean consumidores en el sentido del artículo 1, apartado 1, número 2, de la Konsumentenschutzgesetz (Ley de protección de los consumidores) (22) podrán desistir de su oferta o del contrato.

[...]

(4) El derecho de desistimiento a que se refiere el apartado 1 se extinguirá al término de una semana desde la fecha de publicación del folleto o de la información prevista en el artículo 6. [...]

(5) Serán nulos los acuerdos contrarios a los apartados 1 a 4 en perjuicio de los consumidores.

6. Nada de lo aquí dispuesto afectará a otros derechos que asistan a los inversores con arreglo a otras disposiciones.»

32. El artículo 6 de la Kapitalmarktgesetz, titulado «Suplemento al folleto», establece:

«(1) Deberá mencionarse en un suplemento del folleto cada nuevo factor significativo, error material o inexactitud relativos a la información incluida en el folleto, susceptible de afectar a la evaluación de las acciones o valores y que surja o se observe entre el momento de la aprobación del folleto y el del cierre definitivo de la oferta al público o, si es anterior, el momento de la admisión a cotización en un mercado regulado (información corregida o complementaria). Dicho suplemento (información corregida o complementaria) deberá ser publicado y presentado por el solicitante (artículo 8a, apartado 1) sin demora, observando al menos las mismas reglas que rigen la publicación y la presentación del folleto original. [...]

(2) Los inversores que se hayan comprometido a la adquisición o suscripción de acciones o valores después de producirse un factor, error o inexactitud en el sentido del apartado 1, pero antes de la publicación del suplemento relativo a ese hecho, tendrán derecho a retirar su aceptación en el plazo de dos días hábiles bancarios a partir de la publicación del suplemento. Se aplicará el artículo 5 por analogía. En cambio, si el inversor es un consumidor en el sentido del artículo 1, apartado 1, número 2, de la Konsumentenschutzgesetz, se aplicará también el plazo previsto en el artículo 5, apartado 4.»

33. El artículo 11 de la Kapitalmarktgesetz, titulado «Responsabilidad del folleto», establece:

«(1) Responderán ante cada inversor por los daños que le hayan sido ocasionados al confiar en los datos de los folletos y demás información obligatoria con arreglo a esta ley federal (artículo 6), que sea relevante para la valoración de las acciones o valores:

1. el emisor, por suministrar información inexacta o incompleta por su propia culpa o por la culpa de sus empleados o demás personas a las que se recurriese para la elaboración de los folletos;

[...]

(6) El alcance de la responsabilidad frente a cada inversor, siempre que la conducta lesiva no fuera dolosa, se limitará al precio de adquisición pagado por éste, más los gastos e intereses desde el momento del pago de dicho precio.

(7) Los derechos que la presente ley federal reconoce a los inversores podrán invocarse ante los órganos jurisdiccionales en el plazo de diez años desde la conclusión de la oferta sujeta a publicación de folletos; pasado ese plazo, caducarán.

(8) Lo anterior se aplica sin perjuicio de los derechos a indemnización derivados de la infracción de otras disposiciones legales o del incumplimiento de contratos.»

34. La Aktiengesetz (Ley de sociedades anónimas) dispone en su artículo 52 («No restitución de aportaciones»):

«Las aportaciones no podrán ser restituidas a los accionistas. Mientras perdure la sociedad, éstos sólo tendrán derecho a participar en los beneficios que se desprendan del balance anual, siempre que no se opongan a su reparto la ley o los estatutos sociales. No se considerará restitución de las aportaciones el pago del precio de adquisición en caso de adquisición autorizada de acciones propias (artículos 65 y 66).»

### **Hechos, procedimiento y cuestiones prejudiciales planteadas**

35. El 7 de enero de 2005, el Sr. Alfred Hirmann adquirió, a través de un agente financiero, 1.375,02406 (23) acciones de Immofinanz AG («Immofinanz»), una sociedad anónima («Aktiengesellschaft»), por un importe de 10.013,75 euros. La compra tuvo lugar en el mercado secundario y no con motivo de una ampliación del capital de Immofinanz. El Sr. Hirmann pagó el precio de adquisición a Aviso Zeta AG («Aviso Zeta») y, en contrapartida, las acciones se anotaron en un depósito de valores de Aviso Zeta a nombre del Sr. Hirmann.

36. El 15 de agosto de 2011, el Sr. Hirmann interpuso una demanda contra Immofinanz en base al artículo 6, apartado 2, en conjunción con el artículo 5, apartado 4, de la Kapitalmarktgesetz, y al artículo 11 de la Kapitalmarktgesetz, así como en la figura de la anulabilidad por causa de error y en el resarcimiento de daños y perjuicios. Solicita que se rescinda la operación de compraventa de acciones, lo que implicaría el reembolso del precio de compra entonces pagado a cambio de la devolución de las acciones a Immofinanz.

37. El Sr. Hirmann acusa a Immofinanz de malversación y fraude, especialmente de manipulación de la cotización y de medidas ilegales de apoyo a la cotización. Alega que el folleto informativo de emisión disponible en ese momento, sobre el que basó su decisión de adquirir las acciones, era engañoso. Al contrario de lo que se decía en el folleto de emisión de valores, los ingresos obtenidos con la emisión de valores para adquirir acciones de Immofinanz se habían destinado a manipular los precios y especular con ellos. La utilización abusiva de los fondos dio lugar a un aumento del riesgo del que no se había advertido en el folleto. En su conjunto, la información contenida en el folleto de emisión de valores no era ni completa ni veraz. Tampoco era comprensible ni fácil de analizar.

38. Immofinanz niega los hechos alegados. Aduce, además, que el Derecho de la UE se opone a que las aportaciones de los accionistas sean restituidas mientras perdure la sociedad. Considerar que una sociedad anónima tiene esa responsabilidad frente a sus socios –por cualquier causa jurídica– es contrario a la prohibición de la restitución de aportaciones que establece el Derecho de la UE.

39. En ese contexto, y antes de decidir sobre los hechos planteados, el Handelsgericht Wien suspendió el procedimiento y remitió las siguientes cuestiones prejudiciales:

«1) Una normativa nacional que establece la responsabilidad de una sociedad anónima como

emisora frente a un adquirente de acciones, por incumplimiento de obligaciones de información que le incumben con arreglo a la normativa relativa al mercado de valores, concretamente:

- Artículos 6 y 25 de la [Directiva sobre el folleto];
- Artículos 7, 17 y 28 de la [Directiva sobre requisitos de transparencia]; y
- Artículo 14 de la [Directiva sobre abuso del mercado],

¿es compatible con los artículos 12, 15, 16, 19 y 42 de la [Segunda Directiva de Derecho de sociedades], en su versión vigente?

2) ¿Debe interpretarse lo dispuesto en los artículos 12, 15 y 16, y especialmente, en los artículos 18, 19 y 42 de la [Segunda Directiva de Derecho de sociedades], en su versión vigente, en el sentido de que se oponen a una normativa nacional que establece que una sociedad anónima, en virtud de la responsabilidad mencionada en la primera cuestión, debe reembolsar al adquirente el precio de adquisición y hacerse cargo de las acciones?

3) ¿Debe interpretarse lo dispuesto en los artículos 12, 15, 16, 18, 19 y 42 de la [Segunda Directiva de Derecho de sociedades], en su versión vigente, en el sentido de que una responsabilidad de la sociedad anónima como la mencionada en la primera cuestión

- también puede afectar al patrimonio vinculado de la sociedad anónima [capital suscrito y reservas en el sentido del artículo 15, apartado 1, letra a), de la citada Directiva], o bien
- también puede existir cuando pueda causar la insolvencia de la sociedad anónima?

4) ¿Debe interpretarse lo dispuesto en los artículos 12 y 13 de la [Directiva de garantías], en el sentido de que se oponen a una disposición nacional que establece la anulación retroactiva de una adquisición de participaciones, de manera que, en caso de rescisión del contrato de compra de acciones, haya de considerarse que produce efectos *ex nunc* (véase la sentencia del Tribunal de Justicia de 15 de abril de 2010, E. Friz, C-215/08, Rec. p. I-2947)?

5) ¿Debe interpretarse lo dispuesto en los artículos 12, 15, 16, 18, 19 y 42 de la [Segunda Directiva de Derecho de sociedades], en su versión vigente, y los artículos 12 y 13 de la [Directiva de garantías], en el sentido de que la responsabilidad se limita al valor de las acciones (por lo tanto, en el caso de una sociedad que cotice en bolsa, al precio de cotización de las acciones) en el momento de la reclamación del derecho, de manera que en determinadas circunstancias el accionista recuperará un importe inferior al precio inicialmente pagado por sus acciones?»

40. El Sr. Hirmann, Immofinanz, Aviso Zeta, los Gobiernos austriaco y portugués y la Comisión Europea han presentado observaciones por escrito. El Sr. Hirmann, Immofinanz, el Gobierno portugués y la Comisión expusieron sus argumentos en la vista oral celebrada el 17 de abril de 2013.

### **Cuestiones preliminares**

41. Antes de considerar las cinco cuestiones prejudiciales remitidas por el órgano jurisdiccional nacional es necesario aclarar diversas cuestiones preliminares.

42. En primer lugar, debe advertirse que, aunque las Directivas relativas a la protección del accionista armonizan aspectos esenciales, dejan un amplio margen de apreciación a la legislación nacional.

43. Así, el artículo 6, apartado 2, de la Directiva sobre el folleto exige que los Estados miembros se aseguren de que «sus disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad civil se aplican a las personas responsables de la información contenida en el folleto». Exigencia complementada por el artículo 25, apartado 1, que establece que los Estados miembros «se asegurarán *de conformidad con su Derecho nacional*, de que pueden adoptarse las medidas administrativas apropiadas o que se imponen sanciones administrativas a los responsables», todo ello «sin perjuicio [...] de su régimen de responsabilidad civil» (la cursiva es añadida).

44. De forma parecida, el artículo 28, apartado 1, de la Directiva sobre requisitos de transparencia y el artículo 14, apartado 1, de la Directiva sobre abuso del mercado contienen lo que son básicamente disposiciones equivalentes. Primero se reconoce expresamente el derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales. Después, se obliga a los Estados miembros («se asegurarán») *de conformidad con su Derecho nacional*, a que puedan adoptarse las medidas administrativas apropiadas o de que se impongan sanciones administrativas. (24) Por último, los Estados miembros «se asegurarán» de que «estas medidas tienen un carácter efectivo, proporcionado y disuasorio».

45. De lo anterior se desprende que, salvo que un remedio concreto al incumplimiento de una obligación incluida en el ámbito de esas Directivas sea específicamente *prohibido* (bien por esa Directiva o por otra medida de la UE), los Estados miembros son libres de ordenar lo que consideren oportuno.

46. En segundo lugar, aunque el órgano jurisdiccional nacional todavía tiene que pronunciarse sobre si Immofinanz facilitó, y en qué medida, información engañosa que llevase al Sr. Hirmann a efectuar una compraventa de acciones que de otra forma no hubiera efectuado, ciertos hechos son incontestables. El Sr. Hirmann adquirió un número determinado de acciones en una fecha concreta y por un precio específico. Esas acciones fueron compradas en el mercado secundario a través de un agente financiero (Aviso Zeta). La cotización de la acción fue plenamente desembolsada. Sin embargo, la adquisición no tuvo nada que ver con ninguna ampliación del capital suscrito de Immofinanz. Fue una operación sobre acciones absolutamente normal, de las que todos los días tienen lugar en el mercado bursátil.

47. En tercer lugar, es importante establecer no sólo una distinción entre sanciones civiles administrativas y civiles, por una parte, y sanciones penales, por otra, sino tener también en cuenta cuál es el objeto del procedimiento nacional del que trae causa la presente petición de decisión prejudicial. En dicho procedimiento, el Sr. Hirmann pretende que se le restituya en la posición en la que se habría hallado de no haber adquirido las acciones: anular la operación y recuperar su dinero, con los intereses desde la fecha de adquisición (7 de enero de 2005) hasta la fecha de la sentencia del órgano jurisdiccional nacional. En principio, uno puede preguntarse si realmente se puede decir que con dicha pretensión se persiga imponer algún tipo de «sanción»: más bien parece pretenderse una restitución o que se considere a la sociedad como civilmente responsable por su incumplimiento. Sin embargo, en la medida en que el éxito o fracaso de la pretensión depende de si existía un deber de suministrar información correcta a un posible accionista y de si se incumplió esa obligación, podría quizá decirse que la sanción civil por incumplimiento (de demostrarse que se ha producido) especificada en este caso por el Derecho nacional consiste en que la sociedad tiene la obligación de anular la operación y efectuar la restitución del precio de adquisición. Si no existiera esa obligación, no habría sanción por incumplimiento de obligaciones (y menos aún una sanción que tuviese un carácter «efectivo, proporcionado y disuasorio»).

48. Por último, es necesario tener en cuenta determinadas cuestiones relacionadas con los

plazos.

49. El Sr. Hirmann adquirió sus acciones el 7 de enero de 2005. Si lo hizo atendiendo a la información engañosa facilitada por Immofinanz, ésta fue la fecha en que tuvo lugar el incumplimiento del deber. En dicha fecha habían expirado los plazos para la transposición de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades (1 de enero de 1994) (25) y de la Directiva sobre abuso del mercado (12 de octubre de 2004). Sin embargo, la fecha relevante a efectos de los recursos que debería tener disponibles no era ésta, sino el 15 de agosto de 2011, la fecha en que inició el procedimiento ante el órgano jurisdiccional nacional para tratar de anular la operación sobre las acciones. Para entonces también habían expirado los plazos para la transposición de la Directiva sobre el folleto (1 de julio de 2005), de la Directiva sobre requisitos de transparencia (20 de enero de 2007) y de la Directiva de garantías (texto refundido; el último plazo para su transposición, con arreglo al anexo I, parte B, es el 1 de enero de 2007).

50. En este contexto, paso a analizar las diversas cuestiones planteadas por el órgano jurisdiccional nacional.

## **Apreciación**

### *Cuestiones primera, segunda y tercera*

51. Las tres primeras cuestiones planteadas por el órgano jurisdiccional nacional se refieren a distintos aspectos relacionados con si la Segunda Directiva de Derecho de sociedades impide anular una operación sobre acciones en la que una sociedad haya incumplido sus obligaciones de proporcionar información a los inversores potenciales. Por tanto, las abordaré conjuntamente. Básicamente, el órgano remitente pregunta si los artículos 12, 15, 16, 18 19 o 42 de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades se oponen a una legislación nacional de transposición de las Directivas sobre protección del accionista conforme a la cual, cuando una sociedad anónima incumpla sus obligaciones, es responsable como emisora frente al inversor y tiene la obligación de devolver el precio de adquisición y hacerse cargo de las acciones. Asimismo, el órgano jurisdiccional nacional pregunta si es contrario a la Segunda Directiva de Derecho de sociedades que se exija que una sociedad anónima asuma esa obligación cuando así hacerlo precisara del uso de su patrimonio (capital suscrito y reservas) o pueda causar la insolvencia de la sociedad.

52. Básicamente, el interés del órgano jurisdiccional nacional parece referirse a si, de alguna forma, las medidas adoptadas por Austria para poner en práctica «otras» medidas de la UE —en especial, las Directivas sobre protección del accionista— pudieran ser distintas a las previstas por el legislador de la UE, y a si de esta forma Austria ha creado (involuntariamente) una situación en la que el remedio dispuesto para la vulneración de los derechos conferidos por una o varias de esas Directivas contravenga la Segunda Directiva de Derecho de sociedades. Por lo tanto, al objeto de ser de la mayor utilidad para el órgano jurisdiccional nacional seguiré un enfoque algo heterodoxo a la hora de analizar las tres primeras cuestiones. En primer lugar analizaré lo que esas tres Directivas dicen (y, lo que es más importante, omiten) sobre cómo deben aplicarse, haciendo hincapié en el margen de apreciación que el legislador de la UE deja a los Estados miembros. Seguidamente me ocuparé de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades y analizaré las (numerosas) disposiciones de esa Directiva mencionadas por el órgano jurisdiccional nacional, preguntándome si alguna de esas disposiciones se opone en todo caso a una legislación nacional como la debatida en el procedimiento principal.

### *Directivas sobre protección del accionista*

Directiva sobre el folleto

53. El artículo 6, apartado 1, de la Directiva sobre el folleto establece que los Estados miembros se asegurarán de que la responsabilidad de la información que figura en un folleto recaiga al menos en los emisores. Por tanto, lejos de estar excluida, una legislación nacional que responsabiliza a una sociedad anónima, como emisora, frente a un inversor cuando se incumplen con las obligaciones de información, se adecua a esa disposición. Es cierto que el artículo 6, apartado 1, permite que otros terceros distintos al emisor, «según el caso», sean considerados responsables en relación con el incumplimiento de las obligaciones de información. Sin embargo, en las actuaciones presentadas ante el Tribunal de Justicia no hay nada que indique que en el presente asunto otra entidad distinta a Immofinanz, como emisor, fuese responsable de la información contenida en su folleto. En situaciones en las que el emisor sea responsable de la información facilitada, el artículo 6 claramente establece que se le exigirán responsabilidades cuando esa información sea incorrecta o engañosa.

54. El artículo 6, apartado 1, de la Directiva sobre el folleto no especifica qué «medidas administrativas» deben adoptarse o qué «sanciones administrativas» deben imponerse cuando se haya probado esa responsabilidad. El artículo 6, apartado 2, señala (de forma preceptiva) que los Estados miembros «se asegurarán de que sus disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad civil» se aplican a «las personas responsables de la información contenida en el folleto», pero sin concretar de qué remedios civiles debería disponerse. El artículo 25 simplemente confirma que las medidas y sanciones administrativas cuya adopción exige a los Estados miembros lo sean «sin perjuicio [...] de su régimen de responsabilidad civil» (o incluso del derecho a imponer sanciones penales).

55. Por lo tanto, la Directiva sobre el folleto confiere a los Estados miembros una amplia discreción respecto al carácter de los remedios jurídicos disponibles en virtud de su régimen de responsabilidad civil, con sujeción a los principios generales del Derecho de la UE y a las disposiciones relevantes de la legislación de la UE.

56. En el presente caso, la normativa nacional del procedimiento principal contempla el reembolso del precio de adquisición, acompañada de la devolución de las acciones a la sociedad. La elección de ese remedio jurídico compete al Estado miembro y, en principio, no interfiere ni socava las sanciones penales o medidas o sanciones administrativas que también puedan aplicarse. La Directiva sobre el folleto no se opone, desde luego, a tal opción. Además, es claramente proporcionada al perjuicio sufrido por el inversor. Tampoco parece desproporcionada al incumplimiento de las obligaciones de información, y probablemente sirva para disuadir a los emisores de que induzcan a error a los inversores en la compra de acciones incumpliendo sus obligaciones de información; por lo tanto, también cabe esperar que sea efectiva y disuasoria. En consecuencia, me parece que cumple con los principios generales del Derecho de la UE y que seguramente fomenta los objetivos perseguidos por la Directiva sobre el folleto.

#### Directiva sobre requisitos de transparencia

57. El artículo 7 de la Directiva sobre requisitos de transparencia establece que los Estados miembros se asegurarán de que la responsabilidad de la elaboración y publicación de la información de conformidad con esa Directiva recaiga al menos sobre el emisor o sus órganos de administración, gestión o control. En mi opinión, una normativa nacional que impone a una sociedad, en cuanto emisora, la responsabilidad por los incumplimientos de las obligaciones contempladas en esa Directiva refleja correctamente los requisitos del artículo mencionado. Dicha normativa tampoco parece infringir el principio de igualdad de trato enunciado en el artículo 17 de la Directiva.

58. La Directiva sobre requisitos de transparencia no especifica qué remedios civiles debe

haber disponibles cuando se haya determinado la responsabilidad del emisor. El artículo 28, apartado 1, simplemente dispone que los Estados miembros garantizarán «que al menos se puedan tomar las medidas administrativas apropiadas o imponerse sanciones civiles y/o administrativas con relación a las personas responsables» (sin perjuicio del derecho a imponer sanciones penales), y añade que «los Estados miembros se asegurarán de que estas medidas sean efectivas, proporcionadas y disuasorias».

59. Como en el caso de la Directiva sobre el folleto, el legislador de la UE ha otorgado un amplio margen de discreción a los Estados miembros en este punto. En mi opinión, un remedio que exige que una sociedad reembolse el precio de adquisición y recompre sus acciones se enmarca plenamente en dicho margen discrecional y (como he señalado anteriormente) es incontestable a la luz de los principios generales del Derecho de la UE. Además, a mi juicio tampoco interfiere ni socava ninguna sanción penal ni ninguna medida o sanción administrativa que puedan haberse adoptado.

#### La Directiva sobre abuso del mercado

60. El artículo 14 de la Directiva sobre abuso del mercado establece que los Estados miembros garantizarán que puedan tomarse «medidas administrativas apropiadas» o se impongan «medidas administrativas» contra las «personas responsables» cuando se incumplan los requisitos de esa Directiva, «sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales». Como en el caso de la Directiva sobre el folleto y de la Directiva sobre requisitos de transparencia, la Directiva sobre abuso del mercado no especifica el remedio civil que debería estar disponible cuando se pruebe la responsabilidad del emisor. Por tanto, los Estados miembros gozan nuevamente de una amplia discreción, con sujeción a las limitaciones impuestas por los principios generales del Derecho de la UE y del resto de legislación relevante de la UE. En la medida en que una sociedad anónima infrinja esa Directiva, una normativa nacional que la hace responsable de esa infracción se atiene al texto y a los objetivos del artículo 14 de la Directiva sobre abuso del mercado.

61. El remedio contemplado en el Derecho nacional austriaco, en el marco de su sistema de Derecho civil, para cuando se haya determinado dicha responsabilidad parece entrar plenamente en el margen discrecional del que gozan los Estados miembros. También me parece (por los motivos anteriormente aducidos) coherente con los principios generales del Derecho de la UE. Por último, a mi juicio tampoco interfiere o socava ninguna sanción penal ni ninguna medida o sanción administrativa que también puedan haberse adoptado.

62. Por lo tanto, concluyo que la Directiva sobre el folleto, la Directiva sobre requisitos de transparencia y la Directiva sobre abuso del mercado no se oponen a una normativa nacional que establezca que, cuando una sociedad anónima incumpla sus obligaciones derivadas de esas Directivas, está obligada a recomprar sus acciones y devolver al inversor el precio de adquisición.

#### *Segunda Directiva de Derecho de sociedades*

63. Aunque las Directivas sobre protección del accionista no se oponen a dicha normativa nacional (que, de hecho, incluso parece acomodarse a la letra de las mismas y promover sus objetivos), ¿es ésta contraria –como alega Immofinanz– a la Segunda Directiva de Derecho de sociedades?

64. Immofinanz y Aviso Zeta argumentan que dicha normativa nacional es contraria a la Segunda Directiva de Derecho de sociedades porque se opone al principio de mantenimiento del capital, es contraria a la prohibición de que una sociedad adquiera sus propias acciones y vulnera el principio de igualdad de trato. En concreto, Immofinanz y Aviso Zeta alegan que la Segunda

Directiva de Derecho de sociedades se opone a que dicha responsabilidad afecte al patrimonio de una sociedad o a que sea tan amplia que lleve a su insolvencia.

65. El Sr. Hirmann, el Gobierno portugués y la Comisión aducen que la Segunda Directiva no excluye la normativa nacional debatida, incluso cuando una sociedad anónima tuviera que hacer uso de su patrimonio o deviniese insolvente para hacer frente a dicha responsabilidad.

66. El Gobierno de Austria se limita a llamar la atención del Tribunal de Justicia sobre dos sentencias del Oberster Gerichtshof (Tribunal Supremo austriaco) de 30 de marzo y de 2011 (26) y de 15 de marzo de 2012, (27) con las que se muestra de acuerdo. En dichas decisiones, el Oberster Gerichtshof falló que las disposiciones de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades no se oponían a la anulación de un contrato de compraventa de acciones y al reembolso del importe pagado.

67. En mi opinión, la Segunda Directiva de Derecho de sociedades no se opone a la normativa nacional en cuestión.

68. El órgano jurisdiccional remitente invoca numerosas disposiciones de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades. Al objeto de dotar de cierto orden a mi exposición, las examinaré de la siguiente manera. 1) Empezaré analizando si un pago efectuado al Sr. Hirmann conforme a la normativa nacional constituiría una distribución prohibida por el artículo 15 que debiera ser restituida en virtud del artículo 16. 2) A continuación me ocuparé de las disposiciones contrarias a que una sociedad adquiera sus propias acciones, así como de las excepciones a tal prohibición (artículos 18, 19 y 20). 3) Después pasaré a analizar el requisito de igualdad de trato de los accionistas (artículo 42). 4) Completaré mi análisis analizando el artículo restante enumerado por el órgano jurisdiccional remitente (artículo 12). 5) Por último, me ocuparé de la cuestión de si afecta a las conclusiones alcanzadas la posibilidad de que, al hacer frente a dicha obligación, una sociedad tenga que usar su patrimonio o pueda incurrir en insolvencia.

#### Normativa sobre distribuciones (artículos 15 y 16)

69. El artículo 15 se oponía a que se hiciese distribución alguna entre los accionistas cuando las últimas cuentas anuales mostrasen que su activo neto era o a consecuencia de una distribución resultase inferior al importe del capital suscrito (el artículo 6 especificaba un importe mínimo de capital suscrito para que una sociedad anónima pudiese constituirse u obtener autorización para iniciar su actividad). Pero ¿incluía el término «distribución» la responsabilidad legal de una sociedad de reembolsar el precio de adquisición a un inversor en los casos en que hubiera incumplido su obligación de proporcionar información?

70. El término «distribución» del artículo 15 no estaba definido en la Segunda Directiva de Derecho de sociedades, aunque el artículo 15, apartado 1, letra d), señalaba que «englobará, en particular, el abono de dividendos y el de intereses relativos a las acciones». En mi opinión, debe interpretarse que dicho término excluye los pagos efectuados para indemnizar a un inversor que sufre un perjuicio como consecuencia del incumplimiento de sus obligaciones por la sociedad.

71. Dicha interpretación no es contraria a los objetivos del artículo 15, que, como se expone en los considerandos segundo y cuarto de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades, eran los de garantizar una equivalencia mínima en la protección de tanto accionistas como acreedores, mediante, entre otras, la exigencia de que las sociedades anónimas mantengan su capital, «en particular prohibiendo cualquier reducción del mismo, mediante distribuciones indebidas a los accionistas». Lo que se pretendía era evitar distribuciones inapropiadas con cargo al capital suscrito a los accionistas, *en su calidad de accionistas*, que sean *indebidas*. Por el contrario, un pago efectuado a un inversor que haya sido engañado por el folleto de la sociedad para comprar

acciones no se realiza en su calidad de accionista (por motivos que ahora explicaré) y es un pago indemnizatorio al que esa persona tiene derecho.

72. Dicho pago no lo decide la propia sociedad, sino que se efectúa para cumplir con una obligación legal. La obligación de efectuar el pago se deriva de la relación de la sociedad con posibles inversores que confían en el folleto para decidir si invierten, y no de su relación con los accionistas existentes. Por lo tanto, si a la conclusión del procedimiento tramitado ante el órgano jurisdiccional nacional se condenase a realizar un pago, éste se efectuaría porque el Sr. Hirmann es un tercero acreedor que tiene un derecho frente a la sociedad, y no por ser accionista.

73. En mi opinión, dicho pago no constituye una «distribución» de capital en el sentido del artículo 15, apartado 1, aun cuando el tercero acreedor también sea accionista de la correspondiente sociedad. Un par de ejemplos pueden servir para aclarar este punto.

74. Consideremos que el arrendador del edificio de las oficinas de la sociedad fuese un accionista de ésta y que la sociedad se retrasase en el pago del alquiler debido. El arrendador presentaría una demanda por los alquileres atrasados. Su derecho a la renta no se basaría en su condición de accionista, y los pagos de renta efectuados por la sociedad al arrendador (con independencia de su carácter amistoso o en virtud de una orden judicial) no constituirían una distribución de capital en el sentido del artículo 15.

75. Igualmente, si un empleado de una sociedad que hubiera comprado o recibido acciones de ella sufriese posteriormente lesiones laborales por una infracción del deber de cuidado que frente a él incumbe a la sociedad, su derecho a ser indemnizado por ella por las lesiones no tendría nada que ver con su condición de accionista. En tales circunstancias, el pago indemnizatorio de la sociedad no constituiría una distribución de capital.

76. Como un pago efectuado a un tercero acreedor que casualmente también es accionista no es una «distribución» de capital en el sentido del artículo 15, tal pago no está vetado por dicha disposición.

77. El artículo 16 de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades simplemente ordena que se restituyan las distribuciones efectuadas en contravención del artículo 15. De la conclusión a que he llegado sobre la correcta interpretación del artículo 15 se deduce que el artículo 16 no afecta a la situación debatida.

Normativa contraria a que una sociedad adquiriera sus propias acciones, y excepciones a la misma

78. El artículo 18, apartado 1, de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades prohibía que las sociedades suscribiesen sus propias acciones. Sin embargo, el artículo 19, disponía que los Estados miembros podrían permitir a una sociedad adquirir sus propias acciones de conformidad con las condiciones allí establecidas, mientras que el artículo 20 permitía que los Estados miembros no aplicasen el artículo 19 en circunstancias concretas en las que una sociedad adquiría sus acciones.

79. El objetivo de dichos artículos era el de proteger a accionistas y acreedores de una actuación de mercado que pudiera reducir el capital de la sociedad y elevar falsamente la cotización de su acción. Ese objetivo no queda en entredicho cuando una sociedad adquiere sus propias acciones si una disposición jurídica le obliga a ello. De hecho, como el Gobierno portugués y la Comisión acertadamente señalan, el artículo 20, apartado 1, letra d), permite específicamente a los Estados miembros autorizar a las sociedades para adquirir sus propias acciones «en virtud de una obligación legal» sin tener que atenerse a los procedimientos establecidos en el artículo 19. Por lo tanto, en la medida en que la normativa nacional exija que

una sociedad anónima (re)compre sus acciones como parte de un remedio relacionado con el incumplimiento de las obligaciones de la sociedad, estaremos ante una adquisición derivada de una obligación legal permitida a los Estados miembros expresamente por el artículo 20, apartado 1, letra d).

80. De lo anterior se desprende que el artículo 18 no se oponía a la normativa jurídica nacional controvertida.

#### Principio de igualdad de trato

81. El artículo 42 disponía que, a la hora de aplicar la Segunda Directiva de Derecho de sociedades, los Estados miembros garantizarán «un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas.» Esa obligación se aplicaba, como se deducía claramente de la frase «para la aplicación de la presente Directiva», únicamente en el marco de esa medida concreta. (28)

82. Un accionista que legalmente tenga derecho a resarcimiento en relación con una compraventa de acciones realizada atendiendo a un folleto engañoso no está en la misma situación que otro accionista que no confió en ese folleto. Por tanto, el principio de igualdad de trato de los accionistas no constituye un impedimento para proporcionar un remedio al accionista (29) que tenga derecho a él.

#### Artículo 12

83. El artículo 12 de la Segunda Directiva prohibía que se eximiera a los accionistas de su obligación de pagar sus aportaciones, protegiendo así el capital suscrito a la fundación de la sociedad con la exigencia de que se desembolsase todo el capital suscrito. Como el Sr. Hirmann a) adquirió acciones ordinarias en el mercado secundario y b) las pagó en su totalidad, esta disposición es irrelevante en el presente caso.

¿Qué sucede cuando efectuar un pago requiera el uso del capital suscrito o de las reservas o pueda hacer insolvente a la sociedad?

84. Comenzaré observando que, a mi parecer, dicha cuestión es hipotética. No hay nada en los autos que obran ante el Tribunal de Justicia que indique que, si se condenase a Immofinanz a readquirir 1.375,02406 acciones y a pagar al Sr. Hirmann 10.013,75 euros, más los intereses acumulados, tendría que recurrir a las reservas o utilizar su capital suscrito para cumplir con dicha obligación.

85. En la medida en que es necesario para responder a esta pregunta, me mantengo firme en mi opinión de que, como dicho pago a un tercero acreedor no constituye una distribución de capital en el sentido del artículo 15, no se aplicarían a ese pago las limitaciones que ese artículo imponía en el importe de capital que una sociedad anónima podía distribuir a sus accionistas. De ello se deduce que el pago indemnizatorio a un inversor por parte de una sociedad anónima que ha incumplido sus obligaciones no habría estado prohibido por el artículo 15 aun cuando atender a dicha obligación pudiera haber exigido el uso del activo neto de la sociedad y pudiera haber llevado a la insolvencia de la sociedad.

86. No obstante, vuelvo a reiterar que, de la información de que dispone el Tribunal de Justicia, dicha cuestión se antoja más hipotética que real.

87. Por tanto, concluyo que la Segunda Directiva de Derecho de sociedades no se oponía a una normativa nacional como la debatida en el presente procedimiento.

#### *Cuestiones cuarta y quinta*

88. En sus cuestiones prejudiciales cuarta y quinta, el órgano jurisdiccional nacional hacía principalmente referencia a cuestiones de plazo; por lo tanto, abordaré ambas cuestiones conjuntamente. La supuesta infracción se produjo el 7 de enero de 2005 y el Sr. Hirmann reclamó su derecho el 15 de agosto de 2011. ¿Se opone la Directiva de garantías, o se oponía la Segunda Directiva de Derecho de sociedades, a una normativa nacional que establece la anulación retroactiva de un contrato de compraventa de acciones, con el consiguiente reembolso del precio de adquisición originalmente pagado en la fecha en que se produjo la infracción (reembolso basado en el valor de la acción *ex tunc*)? ¿O exigían en realidad dichas Directivas que la responsabilidad del emisor se estableciese en función del precio de las acciones en la fecha en que se reclamó el derecho (reembolso basado en el valor de la acción *ex nunc*)?

89. El Sr. Hirmann alega que tiene derecho al precio de adquisición inicialmente pagado (más intereses), ya que, de no haber sido engañado, no habría celebrado la operación sobre las acciones. Tras haberse sumado a la posición adoptada por el Oberster Gerichtshof, (30) en el sentido de que la protección al accionista prevalece sobre el mantenimiento intacto de la totalidad del capital social de la sociedad, el Gobierno austriaco no aborda este asunto en concreto.

90. Por el contrario, Immofinanz alega que permitir que un inversor recupere el precio de compra original podría tener el mismo efecto que declarar la nulidad de la sociedad. Eso generaría inseguridad jurídica y sería contrario a los artículos 12 y 13 de la Directiva de garantías, que exponen pormenorizadamente las condiciones para el reconocimiento de la nulidad de una sociedad. Además, Immofinanz alega (basándose en el asunto E. Friz (31) y secundada en este punto por Aviso Zeta) que es primordial preservar la existencia continuada de la sociedad. Por tanto, si se cancelase la operación sobre las acciones, con devolución de las acciones a Immofinanz y reembolso del dinero, el importe de la devolución debería calcularse *ex nunc* (valor de las acciones cuando se reclamó el derecho) y no *ex tunc* (precio de adquisición original).

91. El Gobierno portugués y la Comisión consideran que no son de aplicación los artículos 12 y 13 de la Directiva de garantías. Cancelar la operación sobre las acciones no significa la nulidad de Immofinanz. La adopción de dicha decisión compete a un órgano judicial. Además, ni dichos artículos de la Directiva de garantías ni la Segunda Directiva de Derecho de sociedades exigen que la cancelación de un contrato sólo produzca efectos *ex nunc*, o que la consiguiente responsabilidad se determine según el principio *ex nunc*. La Comisión añade que compete al órgano jurisdiccional nacional establecer el grado de responsabilidad del emisor, teniendo en cuenta el principio de igualdad de trato de los accionistas que estén en la misma situación.

92. No puedo por menos que suscribir las tesis expresadas por el Gobierno portugués y por la Comisión.

93. El artículo 12, letra a), de la Directiva de garantías establece que «la nulidad deberá ser ordenada por resolución judicial» y que únicamente puede ordenarse por uno de los seis motivos taxativamente enumerados en el artículo 12, letra b), incisos i) a vi). El artículo 13 expone las consecuencias de dicha declaración de nulidad. Sin embargo, una decisión judicial de que una sociedad ha incurrido en responsabilidad frente a un inversor no equivale a una decisión de nulidad. En consecuencia, los artículos 12 y 13 de la Directiva de garantías son claramente irrelevantes respecto a la responsabilidad incurrida por una sociedad anónima que haya incumplido sus obligaciones de información, sin afectar al asunto de si dicha responsabilidad

produce efectos *ex nunc* o *ex tunc*.

94. Las Directivas sobre protección del accionista no contienen requisitos específicos relativos al carácter de los remedios que un Estado miembro debe imponer cuando un emisor incumpla sus obligaciones de proporcionar información, al margen de que las sanciones impuestas deben ser «efectivas, proporcionadas y disuasorias». De esta forma, los Estados miembros disfrutaban de un amplio margen de discreción, que necesariamente incluye decidir si la anulación de una compraventa de acciones produce efectos *ex tunc* o *ex nunc*.

95. En el asunto E. Friz, (32) el Tribunal de Justicia resolvió que cuando un consumidor ejercía su derecho a rescindir un contrato de incorporación a un fondo inmobiliario de tipo cerrado con la forma jurídica de sociedad de Derecho civil, la (Directiva 85/577/CEE) (33) no se oponía a la revocación del contrato con efectos *ex nunc*. (34) Dicha resolución no puede entenderse en el sentido de *requerir* que los Estados miembros, en el marco de las otras Directivas aquí consideradas, garanticen que la rescisión de una operación sobre acciones derivada de un incumplimiento del deber de la sociedad de proporcionar información sólo genere efectos *ex nunc*.

96. Por último, no hay nada en el texto de los artículos 12, 15, 16, 18, 19 y 42 de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades que sugiera que imponían dicho requisito. Estoy de acuerdo con la Comisión en que un órgano jurisdiccional nacional puede tener que tomar medidas para garantizar la igualdad de trato de todos los accionistas que adquirieron acciones atendiendo a la misma información engañosa, como establece el artículo 42. Por lo demás, considero que esos artículos son irrelevantes para decidir la cuestión de los efectos *ex tunc/ex nunc*. Como se ha señalado anteriormente, esa decisión es un asunto que compete al Derecho nacional.

## Conclusión

97. Por las consideraciones expuestas, propongo al Tribunal de Justicia que responda a las cuestiones planteadas por el Handelsgericht Wien declarando lo siguiente:

1) Las Directivas 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo no se oponen a una normativa nacional que establece que, si una sociedad anónima incumple las obligaciones que le imponen esas Directivas, está obligada a readquirir sus acciones y reembolsar al inversor el precio de adquisición. Los artículos 12, 15, 16, 18, 19 y 42 de la Directiva del Consejo 77/91/CEE tampoco se oponen a dicha normativa nacional.

2) Asimismo, ni la Directiva 2009/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo ni la Directiva 77/91/CEE del Consejo se oponen a la anulación retroactiva de un contrato de compraventa de acciones que implique el reembolso del precio de adquisición original.

1 – Lengua original: inglés.

2 – Segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO 1977, L 26, p. 1; EE 17/01, p. 44). La Segunda Directiva de Derecho de sociedades fue derogada y sustituida por la Directiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2012, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el artículo 54, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la

sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO L 315, p. 74). Previamente había sido modificada por la Directiva 92/101/CEE del Consejo, de 23 de noviembre de 1992, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE relativa a la constitución de sociedades anónimas, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO L 347, p. 64), que constituía la versión en vigor en el momento del contrato de compraventa de acciones, de 7 de enero de 2005, que dio origen al procedimiento nacional. Fue posteriormente modificada por la Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (DO L 264, p. 32) y la Directiva 2006/99/CE del Consejo, de 20 de noviembre de 2006, por la que se adaptan determinadas directivas en el ámbito del Derecho de sociedades, con motivo de la adhesión de Bulgaria y Rumanía (DO L 363, p. 137).

3 – Véase la nota 2.

4 – Artículo 17 de la Directiva 2012/30, sustituido por el artículo 15 de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades, citada en la nota 2.

5 – Artículo 20 de la Directiva 2012/30, sustituido por el artículo 18 de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades, citada en la nota 2.

6 – 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 mobiliarios y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 345, p. 64). Los Estados miembros tenían que transponer esta Directiva no más tarde del 1 de julio de 2005 (artículo 29). No tengo conocimiento de si esta versión de la Directiva sobre el folleto había sido transpuesta al Derecho austriaco el 7 de enero de 2005, la fecha del contrato de compraventa de acciones. De no haberlo sido, puede que la legislación nacional contuviese los requisitos de la Directiva 89/298/CEE del Consejo, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables (DO L 124, p. 8). La Directiva sobre el folleto ha sido posteriormente modificada por la Directiva 2008/11/CE, por la que se modifica la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, por lo que se refiere a las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión (DO L 76, p. 37), aunque los artículos 6 y 25, que son los relevantes en el presente caso, no sufrieron cambios.

7 – Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 390, p. 38). Los Estados miembros no tenían que trasponer esta Directiva hasta el 20 de enero de 2007. En la fecha de la adquisición de las acciones, la legislación nacional podía reflejar las exigencias en materia de transparencia de la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, antes citada, que entró en vigor el 26 de julio de 2001, y que refundió determinadas directivas anteriores, incluida la Directiva 82/121/CEE del Consejo, de 15 de febrero de 1982, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores (DO L 48, p. 26; EE 06/02, p. 133).

8 – Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (DO L 96, p. 16). Aunque, habida cuenta de sus objetivos, sería más apropiado designarla como «Directiva sobre la integridad del mercado», normalmente se nombra como Directiva sobre abuso

del mercado, por lo que en las presentes conclusiones me atenderé a dicha denominación. Los Estados miembros estaban obligados a transponer dicha Directiva para el 12 de octubre de 2004. Con posterioridad ha sido modificada por la Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados) (DO L 331, p. 120), artículo 14, apartado 1, analizado en el presente asunto, no sufrió cambios.

9 – Directiva 2009/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el artículo 48, párrafo segundo, del Tratado, para proteger los intereses de socios y terceros (DO L 258, p. 11). Esta Directiva es posterior a la compraventa de acciones en litigio en el procedimiento nacional. Los artículos 12 y 13, mencionados por el órgano jurisdiccional nacional, no han sido modificados hasta la fecha.

10 – Me referiré a estas últimas en su conjunto como las Directivas sobre protección del accionista.

11 – Esa enumeración se mantiene en el artículo 1 y el anexo I de la Directiva 2012/30, citada en la nota 2.

12 – El artículo 6 de la Directiva 2012/30 sustituyó al artículo 6 de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades.

13 – El artículo 14 de la Directiva 2012/30 sustituyó al artículo 12 de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades.

14 – Sustituido por el artículo 17 de la Directiva 2012/30.

15 – Sustituido por el artículo 20 de la Directiva 2012/30.

16 – Sustituido por el artículo 21 de la Directiva 2012/30.

17 – Artículo 19, apartado 1, letra a).

18 – Artículo 19, apartado 1, letra c).

19 – Artículo 19, apartado 1, letra d).

20 – Sustituido por el artículo 22, apartado 1, letra d), de la Directiva 2012/30.

21 – Considerandos primero y segundo del preámbulo de la Directiva.

22 – A los efectos de esta disposición, se entenderá por consumidores los particulares que actúen por cuenta propia y no por cuenta de una sociedad. A los efectos de su compra de valores, parece que el Sr. Hirman se encuentra incluido en esa definición.

23 – Al lector puede parecerle extraño que la compra de acciones del Sr. Hirman incluya una fracción de acción. Sin embargo, ésta es la cifra aportada en la resolución de remisión.

24 – El artículo 28, apartado 1, de la Directiva sobre requisitos de transparencia hace además

mención a sanciones civiles.

25 – Véase la nota 2, que indica la versión de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades en vigor en ese momento.

26 – Asunto 7 Ob 77/10i.

27 – Asunto 6 Ob 28/12d.

28 – Sentencia del Tribunal de Justicia de 15 de octubre de 2009, Audiolux SA y otros/Groupe Bruxelles Lambert SA y otros y Bertelsmann AG y otros (C-101/08 Rec. p. I-9823), apartados 37 a 42. Véase asimismo el quinto considerando de la Segunda Directiva de Derecho de sociedades.

29 – Cuando más de un accionista tenga derecho a un remedio, obviamente el órgano jurisdiccional nacional deberá aplicar el principio de igualdad de trato respecto a todos los accionistas en la misma situación a la hora de determinar el grado de responsabilidad de la sociedad respecto a cada uno de ellos.

30 – Véanse las notas 26 y 27 de las presentes conclusiones.

31 – Citado en el punto 39.

32 – *Ibidem*.

33 – Directiva del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, referente a la protección de los consumidores en el caso de contratos negociados fuera de los establecimientos comerciales (DO L 372, p. 31).

34 – Sentencia E. Friz, citada en el punto 39, apartado 50.