

# El concepto de *valor negociable* y la exclusión de los ayuntamientos como inversores cualificados a efectos de publicación del folleto: la STJUE de 9 de enero del 2025

En esta sentencia, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea considera que las acciones cuya transmisión esté sometida a la autorización del consejo de administración pueden ser consideradas valores negociables a efectos de la normativa europea de folletos y de la MiFID.

---

## REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza  
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

§ 1. La Sala Cuarta del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en su Sentencia de 9 de enero del 2025 (ECLI:EU:C:2025:9), resuelve una cuestión prejudicial a propósito de la obligación de publicar un folleto informativo en una ampliación de capital de una sociedad belga no cotizada dirigida a sus socios (ayuntamientos y provincias belgas).

§ 2. El tribunal considera que las acciones, que sólo pueden ser suscritas por estas dos clases de Administraciones Públicas, y cuya transmisión requiere autorización del consejo de adminis-

tración de la sociedad tienen la consideración valores negociables a los efectos de la entonces vigente Directiva 2003/71/CE —en adelante, «Directiva de folletos» (del 2003); hoy, «Reglamento de folletos» (del 2017)—, sin perjuicio de que el órgano jurisdiccional remitente (la Cour de Cassation belga) compruebe que estas dos circunstancias no hagan imposible o extremadamente difícil la «negociación [de las acciones] entre oferentes de valores e inversores».

§ 3. En esta sentencia, el tribunal declara que «[e]l artículo 2, apartado 1, letra a, de la

Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre del 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores [...], debe interpretarse en el sentido de que las acciones de una sociedad de las que sólo pueden ser titulares las provincias y los ayuntamientos de un Estado miembro y cuya cesión está sujeta a la autorización del consejo de administración de dicha sociedad están comprendidas en el concepto de *valores*, en el sentido de la Directiva 2003/71, en su versión

## ***El TJUE sostiene una amplia interpretación del concepto de negociabilidad de las acciones***

modificada por la Directiva 2008/11, de modo que una invitación a suscribir tales acciones está sujeta a la obligación de publicación previa de un folleto, prevista en el artículo 3, apartado 1, de la Directiva 2003/71», siempre que los términos de la oferta «no hagan imposible o extremadamente difícil la negociabilidad de las citadas acciones en el mercado de capitales entre oferentes e inversores potenciales y que no se aplique ninguna de las excepciones enunciadas en los artículos 3, apartado 2, y 4 de la Directiva 2003/71 [...]».

§ 4. Estas excepciones son resumidas por el abogado general en sus conclusiones como las referidas ofertas dirigidas a cien personas o menos (hoy ciento cincuenta), las dirigidas a inversores cualificados, las de valores con un importe nominal de hasta cincuenta mil euros (hoy cien mil) o las que exijan un desembolso de la misma cifra por inversor (hoy también elevada a cien mil euros). Al no contener la petición de decisión

prejudicial información acerca de estos extremos (número de potenciales destinatarios de la oferta, nominal de las acciones ofrecidas en la ampliación, etc.), será el órgano jurisdiccional remitente —indica el abogado general— quien compruebe estos extremos.

§ 5. Los hechos del caso pueden resumirse como sigue: en 1860 se crea la entidad Crédit Communal de Belgique para la financiación de las inversiones de los entes locales en Bélgica. Sus accionistas son los ayuntamientos y provincias belgas, entre ellos, los recurrentes en el litigio principal, los ayuntamientos de Schaerbeek y de Linkebeek. En 1996 Crédit Communal de Belgique se fusionó con Crédit Local de France, creándose el grupo Dexia. En 1998, Crédit Communal de Belgique se

transformó en una sociedad de cartera denominada Holding Communal. Esta última sociedad posee —indica la sentencia— una «participación considerable» en Dexia S. A. En el contexto de la crisis financiera del 2008, Holding Communal acudió a una ampliación de capital de Dexia con una aportación de 500 millones de euros. El consejo de administración de Holding Communal propuso a los accionistas —ante la imposibilidad de conseguir financiación externa— esta ampliación de capital mediante aportaciones dinerarias que dieron lugar a la emisión de acciones «privilegiadas acumulativas de clase A». Tras una reunión informativa, en septiembre del 2009 los socios de Holding Communal aprobaron la ampliación de capital, que se había de realizar en dos rondas. El Ayuntamiento de Schaerbeek suscribió la ampliación por un importe de 8 161 689,60 euros en la primera ronda y de 1 359 011,84 euros en la segunda. La suscripción del Ayuntamiento de Linkebeek ascendió en total a algo más de

ciento siete mil euros. El 7 de diciembre del 2011, la junta general extraordinaria de Holding Communal acordó la disolución y liquidación de esta sociedad. Los socios perdieron todas sus acciones. Los dos ayuntamientos citados demandaron a Holding Communal ante el Tribunal de lo Mercantil Francófono de Bruselas solicitando la anulación de sus suscripciones en la ampliación de capital acordada en el 2009, por infracción de la ley belga de 16 de junio del 2006 que incorporó al derecho de aquel país la Directiva de folletos del 2003 (Ley de 16 de junio del 2006, relativa a las ofertas públicas de instrumentos de inversión y a la admisión de instrumentos de inversión a negociación en mercados regulados). Alegaron que, antes de que se invitara a los accionistas a suscribir esta ampliación de capital, debería haberse publicado un folleto de conformidad con la citada ley del 2006.

§ 6. El Tribunal de lo Mercantil consideró que esta ley belga, al igual que la Directiva de folletos, regulaba la oferta de valores en la medida en que fueran negociables en el mercado de capitales, lo que no era el caso de las acciones de Holding Communal. Esta resolución fue confirmada por el tribunal de apelación de Bruselas en sentencia de 12 de abril del 2022: las acciones emitidas como contrapartida de las aportaciones dinerarias constituían valores no negociables en el mercado de capitales, puesto que sólo las Administraciones municipales y provinciales podían ser sus titulares y su transmisión requería autorización del consejo de administración de la sociedad.

§ 7. Los dos ayuntamientos recurrieron en casación la sentencia sobre la base de que los valores cuya oferta pública debe dar lugar a la publicación previa de un folleto comprenden, sin restricción alguna, las «acciones de sociedades», sea o no la transmisión de dichas acciones objeto de restricciones, como es el caso (necesidad de autorización del consejo de administración de la sociedad), y pertenezcan o no las personas concernidas a una categoría específica, como la de inversor cualificado.

§ 8. El tribunal de casación belga, dado que el resultado del recurso de casación depende de la interpretación del concepto de *valores* del artículo 2.1a de la Directiva de folletos, decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia la siguiente cuestión prejudicial: «¿Debe interpretarse el artículo 2, apartado 1, letra a, de la Directiva [de folletos], que a su vez remite al artículo 4, apartado 1, punto 18, de la Directiva [MiFID I], en el sentido de que el concepto de *valor negociable en el mercado de capitales* comprende las acciones de una sociedad *holding* que sólo pueden ser poseídas por provincias y ayuntamientos, y cuya transmisión está sujeta a la autorización del consejo de administración?».

§ 9. Antes de estudiar el razonamiento del tribunal europeo, queremos precisar que el contenido de los artículos que cita el Tribunal de Justicia de la Unión Europea como fundamento de su tesis, procedentes de la Directiva de folletos del 2003 y de la MiFID I del 2004, no ha sufrido cambios sustanciales en el vigente Reglamento de folletos del 2017 ni en la MiFID II del 2014. Nos referimos a los conceptos de *valor negociable* e *inversor cualificado* a los efectos de la obligación de publicar un folleto informativo y de las excepciones a esta obligación. Así, la consideración de las acciones de las sociedades como valores negociables recogida en el artículo 4.1.44 de la MiFID I (al que se remite el artículo 2 de la Directiva de folletos) se contiene hoy en el 4.1.44 de la MiFID II (al que se remite el artículo 2 del vigente Reglamento de folletos). El concepto de *valores negociables* como «las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, a excepción de los

instrumentos de pago», contenido en la MiFID I, permanece literalmente en la MiFID II.

§ 10. La excepción a la obligación de publicar un folleto cuando la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados del artículo 3.2a de la Directiva de folletos se encuentra hoy en el artículo 1.4a del Reglamento de folletos. El concepto de *inversor cualificado* (*inversor profesional* en terminología de la MiFID) comprensivo de los Gobiernos nacionales y regionales lo encontramos en el anexo II, apartado 1.3 de la MiFID I y, con la misma numeración, de la MiFID II.

§ 11. La sentencia del Tribunal de Justicia no recoge alusión alguna al contenido de la normativa vigente (Reglamento de folletos del 2017 y MiFID II del 2014) más allá de la mención del título de ambas normas por derogar las disposiciones que aplica la sentencia. Pese a ello, las conclusiones de la Sala en esta cuestión prejudicial pueden considerarse válidas conforme a la nueva normativa.

§ 12. La sentencia de 9 de enero del 2025 aborda por otra parte cuestiones no planteadas por el abogado general en sus conclusiones de 5 de septiembre del 2024; así, por ejemplo, la no consideración de los ayuntamientos como inversores cualificados a los efectos de las excepciones a la obligación de publicar un folleto informativo en los casos de oferta pública de valores. (art. 3.2a de la Directiva de folletos y art. 1.4a del vigente Reglamento de folletos). Realiza una interpretación literal de la Directiva de folletos, que sólo se refiere en su artículo 2.1 a los «Gobiernos nacionales y regionales» en el concepto de *inversor cualificado* y considera por tanto a los ayuntamientos como inversores no cualificados, por lo que no es de aplicación la excepción al folleto prevista para las ofertas dirigidas exclusivamente a inverso-

res cualificados. En nuestro país, expresamente se reconoce a las entidades locales como inversores profesionales en el artículo 195 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (ya lo estaban en el artículo 206 del texto refundido del 2015 tras la modificación introducida por el Real Decreto Ley 14/2018, de 28 de septiembre), a los efectos de las normas de conducta de los prestadores de servicios de inversión (título VIII de la Ley 6/2023).

§ 13. A continuación referiremos brevemente otras consideraciones sobre la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea: con base en la tesis del abogado general, en su apartado 33 se afirma que el concepto de *valores* en la expresión «valores que son negociables en el mercado de capitales» empleado por la MiFID I (también por la MiFID II) y, por tanto, el concepto de *valores*, en el sentido de la Directiva sobre folletos (hoy Reglamento 2017/1129) que se remitía a esta norma, deben interpretarse, «de un modo amplio, en el sentido de que están comprendidos en ese concepto valores como acciones de sociedades, siempre que la cesión de éstos no esté sujeta a restricciones que hagan imposible o extremadamente difícil su negociabilidad en el mercado de capitales, a saber, entre oferentes de tales valores y potenciales inversores.» El tribunal utiliza una amplia concepción de la nota de la negociabilidad como caracterizadora del concepto de *valor negociable en los mercados de capitales*, puesto que admite restricciones a su libre transmisibilidad siempre que éstas no hagan «imposible o extremadamente difícil su negociabilidad».

§ 14. Conforme al derecho vigente en ese momento, la MiFID I del 2004 se refería a este requisito a propósito de la admisión a negociación en un mercado regulado para exigir (art. 40) que los valores fueran «libremente

transmisibles». Sin embargo, la Directiva de admisiones (Directiva 2001/34/CE) permitía la consideración de las acciones como libremente transmisibles cuando estuvieran parcialmente desembolsadas, siempre que esta circunstancia no obstaculizara su negociabilidad. No es sino hasta la MiFID II cuando se recoge expresamente y con carácter general la posibilidad de admisión a negociación en un mercado regulado de valores negociables con restricciones a su libre transmisibilidad siempre que «sea improbable que dicha restricción perturbe el mercado» (art. 1 del Reglamento Delegado 2017/568 de la Comisión, de 24 de mayo, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la admisión de instrumentos financieros a negociación en mercados regulados). No cita la sentencia —y hubiera sido recomendable hacerlo, aunque no estuviera vigente en el momento de los hechos— esta evolución normativa que le hubiera permitido una mayor reflexión acerca de la nota de la negociabilidad, característica de los valores negociables en mercados de capitales o centros de negociación, atribuida hoy *ex lege* a las acciones de las sociedades anónimas por su condición legal de valor negociable, sin entrar en la cuestión de si la autorización de la sociedad para la transmisión de las acciones es una restricción que perturba el (normal) funcionamiento del mercado. Lo que parece claro es que ello es incompatible con la negociación de las acciones en un centro de negociación (mercado regulado o sistema multilateral de negociación), pero no en un concepto amplio de *mercado de valores o de capitales*, que es desde donde ha de valorarse en este caso la obligación

de elaborar un folleto y sus excepciones, y no en el contexto —porque no lo era— de una admisión a negociación, ya que las acciones de Holding Communal no eran objeto de admisión a negociación ni estaba prevista, que conste, su solicitud de admisión.

§ 15. Creemos que en este marco han de interpretarse las afirmaciones del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en el parágrafo 39 de la sentencia: «De la resolución de remisión se desprende que, en el caso de autos, sólo las provincias y los ayuntamientos del Estado miembro en cuestión pueden ser titulares de las acciones

### ***En el derecho de folletos, los ayuntamientos no tienen la consideración de inversores cualificados***

de la sociedad [...] y que la cesión de éstas está sujeta a la autorización del consejo de administración de esa sociedad. Sin perjuicio de la comprobación de este extremo por parte del órgano jurisdiccional remitente, tales acciones no parecen estar sujetas a restricciones que hagan imposible o extremadamente difícil su negociación entre oferentes de valores e inversores, pues las citadas restricciones no impiden que dichas acciones sean negociadas con un número no desdeñable de inversores potenciales» (581 ayuntamientos y 10 provincias según el abogado general), y ello pese a que la oferta podría no concluir con una transmisión de las acciones en cuestión, «lo que por lo demás también puede suceder en el caso de ofertas relativas a valores de una sociedad cuya cesión no está sujeta a la autorización de su consejo de administración».

§ 16. En nuestra opinión, desde el derecho vigente los hechos del caso serían analizados bajo la consideración *ex lege* de las acciones de las sociedades anónimas como valores negociables (art. 4.1.44 MiFID II, al que se remite el Reglamento de folletos) y centrada la cuestión en la necesidad, en su caso, de elaborar

un folleto informativo de oferta pública en una ampliación de capital de una sociedad no cotizada cuando ésta se dirige a socios suyos que no tienen la consideración legal de inversores cualificados y en la que no concurren otras excepciones al folleto de las previstas en el artículo 1.4 del reglamento.