

TEMA 12. LA EMISIÓN Y VENTA DE VALORES.

1. Introducción.

La intervención “regulatoria” del Estado tiene como objetivo, según hemos señalado, la *protección del inversor*. Se considera que la protección que brindan las normas del Derecho contractual general no es suficiente cuando los valores son muchos y semejantes y, sobre todo, son adquiridos por muchas personas. Pero, al mismo tiempo, se respeta el carácter privado de las transacciones. El resultado es una regulación que trata de asegurar que los que adquieren valores disponen de la información suficiente para adoptar decisiones racionales sin que, por otra parte, el Estado decida quién puede vender o comprar valores.

Así, el art. 33 LMV establece expresamente que la emisión o la venta de valores no requerirán autorización administrativa previa. Hay excepciones, naturalmente, pero en general, no se requiere autorización ni para crear los valores, ni para elegir la forma de “colocarlos” entre el público (es decir, el emisor puede elegir libremente la fecha en la que comienza a ofrecerlos, el plazo que dura dicha oferta, la cuantía de los valores, los destinatarios -quién puede comprarlos-, el sistema de adjudicarlos -si hay demasiados demandantes- etc.).

Al mismo tiempo, se exige que el que emite *valores destinados al público* -es decir, el que realice una *oferta pública*- proporcione “al mercado” información completa tanto acerca de las características de los valores como acerca de las características del emisor (art. 34 LMV). Estas informaciones se recogen en lo que se conoce como el *folleto informativo* de la emisión (que “*contendrá la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone*”). La información incluye la comunicación de la voluntad de la sociedad de emitir los valores y los documentos acreditativos de la adopción del acuerdo social correspondiente, las cuentas, el informe de auditor y el folleto informativo.

La propuesta de Código Mercantil contempla estas operaciones de mercado primario (emisión y venta de valores) en los artículos 583-1 y ss. (habla de emisiones dirigidas a residentes en España, OPVs, etc.).

Por otro lado, en agosto de 2012 se modificó¹ la LMV para incorporar a nuestro ordenamiento la Directiva 2010/73/UE, cuyo principal objeto es reducir las cargas administrativas relativas a la elaboración, aprobación y publicación de los folletos en caso de oferta pública y de admisión a negociación. Sucintamente, la reforma (ya vuelta a reformar) de la LMV consistió en:

- Una modificación de los supuestos que no se consideran oferta pública y en los que, por tanto, no habrá obligación de publicar folleto (art. 30 bis 1 LMV).
- Una nueva regulación sobre el Resumen o Nota de Síntesis del folleto (arts. 27.3 y 28.4 LMV).

¹ A través de la aprobación del Real Decreto-Ley 24/2012, de reestructuración y resolución de entidades de 31 de agosto de 2012.

2. El folleto informativo.

Dado que los valores van a ser adquiridos por muchas personas, sería impracticable que cada potencial adquirente se dirigiera al emisor para obtener la información que le permita decidir si le interesa o no adquirir. Precisamente para facilitar la decisión informada, el Derecho obliga a los emisores a proporcionar *al público* información estandarizada de manera que la comparación entre ofertas sea rápida y fácil. Un órgano estatal -la Comisión Nacional del Mercado de Valores- *centraliza* la información, *verificando*, con carácter previo, que dicha información es completa y se ajusta a la exigida por la ley (arts. 38 y 39 LMV).

Este aspecto concreto se ha visto modificado en fechas recientes por la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (*BOE*, núm. 88, de 13/04/2021), como hemos visto en el bloque del temario relativo a Derecho societario.

La información se recoge en el llamado *folleto informativo*, que es el documento, “producido” por el emisor o vendedor en el que se recoge toda la información relevante. Un efecto muy importante de la obligatoriedad del folleto es que se *estandariza* la información que las empresas facilitan al mercado, facilitándose así la comparación. Obviamente, los particulares que adquieren valores negociables no leen el folleto ni lo comparan con los folletos de otras emisiones para adoptar su decisión de invertir o no. Sucede algo semejante con los folletos a lo que se expuso en el ámbito de las condiciones generales de la contratación. Pero, tal como veíamos allí, lo importante es si hay un grupo suficientemente relevante de “compradores / especialistas” que sí que lean y examinen críticamente el folleto. Y eso ocurre, en general, en los mercados actuales donde los particulares invierten a través de “instituciones de inversión colectiva” que disponen de especialistas y que toman las decisiones de inversión de manera profesionalizada. Por tanto, aunque los inversores finales no lean en absoluto los folletos, eso no significa que se plantee un problema de información defectuosa en los inversores que les impida adoptar decisiones racionales.

El *contenido del folleto* se estableció en el art. 16 R. D. 1310/2005 y existen modelos de folleto aprobados por la OM 12.7.93. Básicamente, ha de contener la identificación del oferente, las personas que asumen la responsabilidad por el contenido del folleto, la descripción de la oferta (con todo lo relativo a la colocación de la emisión) y de la empresa emisora (quién controla a la sociedad, quién la administra, a qué actividad se dedica, cuál es su situación financiera, los beneficios, la evolución reciente y las perspectivas). El folleto es *completo* si contiene toda la información requerida; *incompleto*, si contiene toda la información general, pero no la específica de una emisión (se trata de “adelantar” la información cuando una empresa piensa realizar una emisión en el futuro) y *reducido* (que contiene sólo la información relativa a una emisión determinada). La CNMV verifica el folleto para determinar si el contenido del mismo permite a los inversores formarse un juicio completo y razonado sobre la oferta.

Los *efectos del folleto* son los propios de una declaración contractual *completa y única*. No es sólo que el contenido del folleto sea *contenido del contrato* sino que la sociedad emisora no podrá después oponer excepciones basadas en hechos que,

debiendo estar recogidos en el folleto, no lo están. Además, es el único documento informativo que puede utilizarse con fines promocionales con lo que se refuerza la eficacia de las normas que regulan su contenido.

La *responsabilidad* por el contenido del folleto, es decir, las consecuencias por inexactitud, falsedad o incompletitud del mismo no estaban reguladas específicamente en el Derecho privado. Hay responsabilidad penal si se realizan dolosamente y afectan a aspectos esenciales de la emisión (art. 290 CP). También constituyen infracción administrativa. Al margen de la responsabilidad del emisor, del oferente y de las entidades intermediarias, cabrá afirmar la responsabilidad de la CNMV, por funcionamiento anormal de la supervisión de los mercados de valores. En cuanto a las consecuencias contractuales, cabrá aplicar las normas sobre error o dolo -aunque no es probable que se den los requisitos del dolo en caso de inexactitudes-; acciones edilicias e incluso resolución por incumplimiento.

Cuando emisor y oferente sean personas distintas (en una OPV, por ejemplo, en la que un accionista de Ferrovial vende al público una parte de sus acciones), la responsabilidad de cada uno irá referida a los extremos del folleto de los que sea responsable. La responsabilidad del emisor, en estos casos, sería extracontractual, porque la compraventa se celebra entre el oferente y los inversores. También es extracontractual la responsabilidad de la entidad directora. Las entidades colocadoras, en la medida en que no “firman” el folleto, no responden salvo en el caso del art. 43 LSC (¡verlo!). El R. D. 1310/2005 lo regula en los arts. 32 a 37.

El día 1 de enero de 2013 entró en vigor el Real Decreto² 1698/20123 que completa la incorporación de la Directiva 2010/73/UE a nuestro ordenamiento. El R.D. 1698/2012, que modifica el R.D. 1310/2005 y el R.D. 1362/2007, persigue reducir las cargas administrativas; modernizar y mejorar algunos aspectos del régimen de elaboración y aprobación del folleto informativo; e incrementar la seguridad jurídica de los inversores y emisores, aclarando o desarrollando algunos conceptos previstos anteriormente en la normativa.

3. Ofertas públicas de suscripción y venta de valores.

Las ofertas pueden ser de *suscripción* (cuando el valor se crea *ex novo* por el emisor, es decir, el suscriptor es el acreedor originario del derecho incorporado al valor) o de *venta* (cuando el valor ya preexiste y es su actual titular el que desea transmitirlo). A estos fines sirve el concepto de *oferta pública* y el régimen de excepciones correspondiente. La legislación española no daba una respuesta concreta a la pregunta acerca de *cuándo una oferta de valores debe considerarse pública* pero parece que resulta relevante que la oferta vaya dirigida al público en general (*ad incertam personam*) o que vaya dirigida a un círculo más o menos grande de personas y no estrictamente predeterminado.

El R. D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, vino a suplir un poco esta carencia, ya que comenzaba definiendo el

² Real Decreto 1698/2012, de 21 de diciembre, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE.

concepto de “valor negociable”, pieza cardinal de la Ley del Mercado de Valores que ésta, por razones de técnica legislativa, se abstuvo de delimitar con precisión. Para hacerlo utilizaba la técnica de la enumeración, positiva y negativa, que se complementaba con una cláusula de cierre que calificaba como valor negociable “*todo derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera*”.

Sin embargo dicha norma fue derogada por el R. D. 1310/2005, de 4 noviembre³, que desarrolla parcialmente la LMV, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Esta materia había sido objeto de modificación mediante la aprobación del Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad y Para la Mejora de la Contratación Pública, que dio nueva redacción al régimen establecido en la LMV, para la regulación de las ofertas públicas y para la admisión a cotización en mercados secundarios oficiales de valores en España.

La reforma operada por el mencionado Real Decreto-ley perseguía, en primer lugar, trasponer la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Directiva de Folletos).

En segundo lugar, el nuevo marco de actuación establecido por la Directiva de Folletos exigía un esfuerzo adicional por parte del legislador español, el cual no se limitó (en la reforma operada por el mencionado Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo) a trasponer la Directiva, sino que modificó el régimen nacional para eliminar los requisitos, trabas o costes que podían perjudicar la competitividad del sector financiero español.

En la actualidad, la norma vigente es el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado.

Una *oferta pública* puede concebirse jurídicamente como una oferta contractual o como una *invitatio ad offerendum*. Dada la libertad del oferente (art. 29 LMV) no puede decidirse por una u otra calificación sin atender a la forma concreta en que el emisor la ha estructurado. No parece que el hecho de que se haya previsto *prorratio* en caso de exceso de demanda afecte a la calificación, en la medida en que el prorratio no es una declaración de voluntad, calificación distinta merece el supuesto de que quede a la discreción del emisor la adjudicación a unas u otras personas, en cuyo caso, parece claro que estamos ante una *invitatio ad offerendum*. En el sistema de *prospección de la demanda*, la perfección del contrato no se produce hasta que el oferente fija el precio máximo y los inversores confirman -tácitamente- su voluntad inicial, procedimiento que se expone a continuación.

³ B.O.E. de 16 noviembre 2005, núm. 274, [pág. 37440].

Así, el R. D. 1310/2005 define una OPV (artículo 38.1) como toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores.

De acuerdo con el párrafo segundo del artículo 30 bis.1 de la LMV, no tendrán la consideración de oferta pública las ofertas de valores: a) Dirigidas exclusivamente a inversores cualificados. b) Dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados. c) Dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada. d) Cuyo valor nominal unitario sea de, al menos, 50.000 euros. e) Cuyo importe total sea inferior a 2.500.000 euros, límite que se calculará en un período de 12 meses.

A este respecto, los principales cambios que el R.D. 1698/2012 introdujo son:

1. Definición de oferta pública y de inversor cualificado: el R.D. 1698/2012 introduce los cambios aprobados por el RDL 24/2012 que afectan a la definición de oferta pública (art. 38 RD 1310/2005). Se aclara también que, en caso de reventa por intermediarios financieros, no habrá que elaborar un nuevo folleto si existe un folleto válido y el emisor o persona responsable del folleto ha autorizado por escrito su uso. Se modifica el concepto de inversor cualificado previsto en la definición de oferta pública. Serán inversores cualificados los que sean considerados clientes profesionales conforme al art. 78 bis 3 LMV.

2. Definición de empresa con reducida capitalización: se introduce la definición de empresa con reducida capitalización de mercado, como tipología de empresas cuyo tamaño deberá tenerse en cuenta a la hora de determinar el alcance de la información mínima a incluir en el folleto informativo (art. 4 R.D. 1310/2005).

3. Cambios en el proceso de admisión a negociación: para la admisión a negociación en un mercado secundario oficial de unos valores ya admitidos en otro mercado secundario oficial únicamente se exigirá la verificación del folleto informativo, salvo que pueda aplicarse la excepción del art. 26.1.h) RD 1310/2005.

4. Emisión de pagarés: como novedad el art. 21.2 RD 1310/2005, que regula la forma de publicación de las condiciones finales de una emisión, ya no será de aplicación a las emisiones de pagarés con plazo de vencimiento inferior a 12 meses.

4. La ejecución de la oferta.

En una oferta pública intervienen *intermediarios* entre la sociedad emisora y los inversores. El que se encarga de la preparación y dirección de la oferta se llama *entidad directora*. Su relación con el emisor es de mandato o comisión y contrato de obra, probablemente. El R. D. 1310/2005 impone a la entidad directora la obligación de cerciorarse de la veracidad del contenido del folleto informativo. Se trata de una obligación legal que exige de la entidad directora que se comporte como un *gatekeeper* ya que se le obliga a declarar que ha revisado el folleto y ha hecho las comprobaciones necesarias para contrastar las informaciones contenidas en el mismo (obligación de

diligencia, no responsabilidad objetiva por falta de veracidad). Lo que no resulta coherente con esta imposición de responsabilidad es que sólo existe si existe entidad directora por lo que en las ofertas públicas en las que no exista entidad directora no se aplica.

Junto a la entidad directora, intervienen también las llamadas *entidades colocadoras* que son las empresas que “comercializan” o tratan de vender a los destinatarios finales los valores objeto de la oferta. Estas entidades pueden (o no) *asegurar* la emisión, es decir, comprometerse a adquirir los valores que no hayan podido ser vendidos al término del período de oferta. Una función importante de los *aseguradores* es la de eliminar la duplicación o multiplicación de esfuerzos por parte de los potenciales inversores en adquirir información respecto de la empresa cuyas acciones van ser vendidas. El papel de las entidades que *asumen en firme* la oferta es distinto del de las entidades aseguradoras. La *asunción en firme* supone que los intermediarios adquieren la totalidad de la emisión para revenderla posteriormente.

Al igual que con el aseguramiento, el emisor tiene garantizado el resultado de la oferta. La *asunción en firme* tiene la ventaja, si acaso, de que el emisor puede recibir el precio de los valores anticipadamente. En el caso de que los valores ofertados sean acciones, la *asunción en firme* implica que -al menos formalmente- se prive a los antiguos accionistas de su derecho de suscripción preferente, ya que los valores son suscritos por la entidad que asume en firme la emisión. Si, no obstante la *asunción en firme*, la entidad colocadora reconoce a los antiguos accionistas el derecho a adquirirlas preferentemente, la 2ª Directiva considera que no hay realmente exclusión del derecho de suscripción preferente. El contrato de aseguramiento debe calificarse como *opción de venta* que las entidades aseguradoras confieren al oferente.

Típicas cláusulas del contrato de aseguramiento son las *declaraciones* del oferente en las que “garantiza”, entre otras cosas, que el contenido del folleto informativo es verdadero, exacto y completo, por lo que serán relevantes a efectos de anulabilidad del contrato por dolo o error y resolución por incumplimiento y la *cláusula de fuerza mayor* que faculta a las entidades aseguradoras a resolver el contrato en caso de lo que llamaríamos una excesiva onerosidad de la prestación.

El último intermediario es el *agente de liquidación* que se encarga -por cuenta del oferente- de entregar los valores y de recibir el precio. También suele realizar el prorrateo y abonar las comisiones a las entidades colocadoras y aseguradoras. Cuando varias entidades actúan como colocadoras y lo hacen coordinadamente, sus relaciones internas reciben el nombre de *sindicato de colocación*, que al igual que en el caso de los créditos sindicados, debe calificarse como sociedad interna. La sindicación sirve para mejorar la difusión de la oferta y reducir los riesgos.

Las entidades colocadoras actúan, simultáneamente, por cuenta y en nombre del oferente y de los inversores que sean clientes suyos. Así ocurre, por ejemplo, cuando un banco se dirige a sus clientes para ofrecerles la inversión en la que el banco es colocador. En tal caso, existe riesgo de conflicto de intereses: entre el interés del oferente (y del colocador) en que se suscriba toda la emisión y el interés del inversor de realizar una buena inversión. Parece, pues, claro que pesa sobre la entidad colocadora un *deber de imparcialidad* que le obliga a asesorar lealmente al potencial inversor sobre la bondad de la inversión.