



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

FIJACIÓN DEL PRECIO DE REFERENCIA DE ACCIONES Y FOLLETO DE EMISIÓN EN OPV

Autor: Íñigo Padrones Virtus

Derecho Mercantil

Director: Bruno Martín Baumeister

MADRID | Abril, 2020

RESUMEN

En el ámbito del mercado de valores, las salidas a Bolsa mediante oferta pública se presentan como operaciones de vital relevancia para las entidades, tanto por el efecto transformador que tienen sobre las empresas, como por la naturaleza pública de estos procesos, que determina el nacimiento de una serie de obligaciones y responsabilidades frente a terceros, en el marco del desarrollo normativo europeo de las obligaciones de transparencia e información y la unificación de los mercados de capitales. En este contexto, la fijación de precio de referencia y la elaboración y responsabilidad derivada del folleto se encuadran como dos aspectos fundamentales del proceso de oferta, así como un campo en que aún falta mayor desarrollo normativo y jurisprudencial en la configuración de la legislación aplicable en los mercados de valores. En España, si bien el mercado de las salidas a Bolsa no tiene la misma dimensión que en otros países, se trata de un ámbito que ha experimentado una importante evolución con carácter reciente, y cuyas principales cuestiones se estudian en este trabajo.

Palabras clave: salidas a Bolsa, precio de oferta, *bookbuilding*, folleto de emisión, obligaciones de información, responsabilidad por folleto.

ABSTRACT

In the context of the securities market, IPOs constitute operations of vital relevance to entities, both as a result of the depth of the changes they imply for companies, and the public nature of these processes, which comprises an array of obligations and liabilities towards third parties, within the framework of the European regulatory development regarding disclosure and transparency obligations and the standardization of capital markets. To this extent, the pricing procedure and the prospectus drafting, in addition to the liability regime derived therefrom, comprise two fundamental aspects of the offer process, as well as an area which lacks further regulatory and case-law development in the configuration of applicable legislation in stock markets. In Spain, although the market for IPOs does not have the same dimension as in other countries, it is an area that has undergone an important evolution recently, with its main issues studied in this work.

Key words: IPOs, offer price, bookbuilding, prospectus, disclosure obligations, prospectus liability.

ÍNDICE

ÍNDICE DE ABREVIATURAS	4
I. INTRODUCCIÓN	5
I.1. PROPÓSITO Y JUSTIFICACIÓN	5
I.2. METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA	6
II. MARCO TEÓRICO DE LAS SALIDAS A BOLSA.....	8
III. PROCESO DE LA SALIDA A BOLSA. OPV y OPS.....	10
IV. FASES DEL PROCESO DE SALIDA A BOLSA	13
IV.1. Requisitos de idoneidad.....	14
IV.2. Actuaciones Previas	15
VI.3. Requisitos de información.....	16
IV. 4. Folleto informativo.....	17
IV.5. Colocación de la oferta.....	19
IV.6. Admisión a Bolsa	20
V. FIJACIÓN DEL PRECIO DE LAS ACCIONES.....	22
V.1. Fijación de la banda de precios.....	22
V.1.1. Métodos estáticos	23
V.1.2. Métodos dinámicos	23
V.1.3. Métodos de múltiplos	24
V.2. Determinación del precio definitivo, periodo de colocación y adjudicación de valores.....	25
V.3. Consideraciones adicionales respecto al precio de las acciones.....	28
V.3.1. Situación del mercado y del apetito inversor.....	28
V.3.2. Tipos de acciones.....	29
V.3.3. Conflictos de interés en materia de fijación del precio.....	30
V.4. Valoración ulterior del precio y mecanismos de estabilización	30
VI. RESPONSABILIDAD DERIVADA DE LA ELABORACIÓN DEL FOLLETO .	33
VI.1. Folleto como vehículo de la oferta	33
VI.2. <i>Enforcement</i> de las obligaciones derivadas del folleto	34
VI.3. Régimen especial de responsabilidad.....	36
VI.4. Responsabilidad por folleto en el caso Bankia y Banco Popular	44
VI.5. Responsabilidad por folleto en el Derecho comparado.....	48
VII. CONCLUSIÓN.....	52

VIII. BIBLIOGRAFÍA	55
VIII.1. Legislación.....	55
VIII.2. Jurisprudencia	57
VIII.3. Obras doctrinales	58
VIII.4. Contenido web	61

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

BOE – Boletín Oficial del Estado

BME – Bolsas y Mercados Españoles

CC – Código Civil

CCom – Código de Comercio

DOUE – Diario Oficial de la Unión Europea

ESMA – European Securities and Markets Authority

LMV – Ley del Mercado de Valores

OPS – Oferta Pública de Suscripción

OPV – Oferta Pública de Venta

RD (UE) – Reglamento Delegado (UE)

RD – Real Decreto

RD Leg. – Real Decreto Legislativo

STS – Sentencia del Tribunal Supremo

SAP – Sentencia de Audiencia Provincial

TJUE – Tribunal de Justicia de la Unión Europea

TR – Texto Refundido

I. INTRODUCCIÓN

I.1. PROPÓSITO Y JUSTIFICACIÓN

El propósito de este trabajo es analizar tanto los criterios como los métodos empleados para la fijación del valor de acciones negociables en el mercado de valores, tomando en cuenta la consideración de los distintos factores de riesgo, así como la regulación legal concerniente a las operaciones de emisión de acciones en el contexto de Ofertas Públicas de Venta y Ofertas Públicas de Suscripción, como procesos de salida pública por antonomasia.

También se estudiará la figura del folleto informativo preceptivo en esta clase de operaciones, tanto como figura jurídica imprescindible, como vehículo de la oferta contractual, derivando del mismo un régimen especial de responsabilidad, en el marco del desarrollo normativo europeo de las obligaciones de transparencia e información en los mercados de capitales. Se pretende realizar el estudio siguiendo las distintas fases del procedimiento de oferta pública, con especial incidencia en los folletos de emisión que marca la Comisión Nacional del Mercado de Valores en materia de admisión a negociación de valores en mercados oficiales. Igualmente, se debe considerar la regulación legal que rige las operaciones mercantiles de estas características, y que determina el cumplimiento de diversos trámites y obligaciones.

No solo se busca profundizar en las fases del proceso o la concreta fijación del precio, como soportes del trabajo, sino también ofrecer un análisis de los motivos que determinan las ofertas públicas y la incidencia de estos en la subsiguiente determinación del precio por el que se ofertan las acciones, tomando en cuenta los planes de la empresa emisora.

También habrá de analizarse la valoración de las compañías, y estudiar los factores de aceptación en el mercado de la operación y las acciones admitidas a negociación, así como los factores que puedan afectar a la posterior modificación del precio fijado en función del comportamiento de la empresa y la protección de los derechos de los accionistas.

Se trata, por tanto, de un estudio de dos cuestiones fundamentales dentro de un proceso de salida a bolsa. Por un lado, la fijación del precio por el que salen a negociación los valores de la empresa, como reflejo de la información sobre la empresa, y por otro, aunque

relacionado, la responsabilidad derivada de la elaboración del folleto informativo, como documento jurídico y figura fundamental en toda salida a bolsa. Su importancia determina la existencia de una serie de reglas para su aplicación, así como un régimen especial de responsabilidad.

En este sentido, no se puede entender lo anterior sin la noción de los procesos de salida como fuente de captación de recursos y eminentemente públicos, dirigidos a una pluralidad de inversores, por lo que se generan unas obligaciones y responsabilidades frente a terceros.

I.2. METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA

Para la elaboración del trabajo, se ha seguido ha empleado un método exegético y sistemático en el estudio de la diversa legislación de referencia y los trabajos académicos de estudio de los temas planteados. En la explicación del marco teórico de los procesos a bolsa, se ha descrito tanto la idiosincrasia de tales procesos, como el desarrollo de los mismos, considerando la distinta normativa de aplicación en mercado primario y secundario, junto con la reguladora de las distintas fases del proceso, fundamentalmente en relación con las exigencias legales y el análisis de la elaboración del folleto, su contenido mínimo y estructura. Las principales fuentes de referencia en la configuración del marco teórico han ido las distintas guías de funcionamiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las Bolsas y Mercados Españoles, junto con la legislación aplicable al mercado de valores.

En relación con el estudio de la fijación del precio, se han considerado las distintas guías jurídicas y trabajos académicos tendentes a la explicación tanto de la valoración de las acciones como de las sucesivas fases de relación oferente-inversores, inclusive la evolución del precio posterior a la salida. Igualmente, se han considerado los informes oficiales de las bolsas de valores y de organismos tanto nacionales como internacionales dedicados al mantenimiento de las condiciones de mercado y regulación de las relaciones entre los distintos participantes.

En el estudio de la responsabilidad del folleto, se ha expuesto la normativa de referencia determinante del régimen de responsabilidad tanto a nivel nacional como europeo,

profundizando en el régimen especial de responsabilidad dispuesto en la legislación específica, tratando la naturaleza jurídica de la responsabilidad, y la interpretación del contenido y ámbito de extensión de la misma, así como sus efectos, sobre la base de la jurisprudencia y literatura de referencia, ofreciendo un panorama global de esta responsabilidad particular.

En cuanto a la estructura del trabajo, se divide de manera fundamental en tres bloques. Así, la primera parte del trabajo contempla el marco introductorio de los procesos de salida a bolsa, desde la perspectiva de las causas que fundamentan estos procesos. A ello se añade la diferenciación de las principales modalidades de procesos de salida a bolsa, junto con la alusión a su normativa de referencia en el contexto del mercado de capitales. Por último, se exponen las distintas fases que componen el procedimiento de las salidas a bolsa, de entre las que se incluye la elaboración del folleto informativo, con particular incidencia en los requisitos legales y de información establecidos en las distintas fases, desde la aprobación de la decisión por parte de la entidad, hasta la admisión de los valores a cotización.

El segundo bloque del trabajo estudia la fijación del precio de las acciones, tanto desde la perspectiva económico-financiera como la legal, refiriendo a los aspectos determinantes tanto de la valoración, como de las sucesivas etapas de la oferta para la fijación del precio. Igualmente, se contienen las consideraciones acerca de la posterior variación del precio, y los mecanismos empleados por las entidades para el mantenimiento de su valor, junto con los principales aspectos legales del proceso.

La parte final lleva a cabo el desarrollo de la segunda cuestión fundamental del trabajo, la responsabilidad derivada de la elaboración del folleto. En este sentido, se estudian las distintas vertientes en materia de responsabilidad por la elaboración del folleto, como documento fundamental y base de la relación entre oferente y público inversor, y el sistema de sanción asociado a dicha responsabilidad, desarrollando el especial régimen de responsabilidad civil previsto por el ordenamiento en materia de folletos en el contexto de las salidas a Bolsa. Igualmente, se aborda el ámbito de la responsabilidad en conexión con su desarrollo jurisprudencial más reciente, así como la comparativa del régimen español con otros ordenamientos a nivel europeo e internacional.

II. MARCO TEÓRICO DE LAS SALIDAS A BOLSA

Las salidas a bolsa son una estrategia de crecimiento de las empresas a través de un proceso complejo en el que la sociedad en cuestión comienza a cotizar en el mercado bursátil. La elección de la salida a bolsa es una decisión de vital importancia para una compañía debido a las implicaciones que tiene para los múltiples ámbitos de la organización que busca entrar en el mercado regulado, pero también para una serie de actores que toman parte en la operación y que se relacionan con la entidad. En este sentido, el motivo fundamental de una salida a Bolsa es el impulso del crecimiento de la empresa mediante la obtención de financiación a través del mercado de capitales¹, representado igualmente una forma de ofrecer a los accionistas privados de la empresa una oportunidad para obtener liquidez, diversificarse o capitalizar el valor de su posición societaria².

Por tanto, la decisión acerca del acceso al mercado de capitales se configura desde un punto de vista estratégico como una fuente de financiación continua, pero ello también supone el reconocimiento de un compromiso de transparencia e información respecto de los accionistas inversores y respecto del resto del mercado, todo momento que la empresa continúe cotizando³.

A los motivos expuestos se añaden otras razones que acompañan la decisión, que incluyen la obtención de una valoración objetiva de la empresa, incorporando tanto la realidad actual de la empresa como las expectativas de crecimiento y beneficios esperados de la misma, la perspectiva de internacionalización, o el uso de la salida a bolsa como una forma de inversión en el prestigio e imagen de marca de la entidad⁴.

Sin embargo, también existen determinados inconvenientes en las operaciones de salida a bolsa que pueden afectar negativamente y determinar el rumbo a seguir por parte de la empresa. En primer lugar, se trata de procesos en que existen múltiples requisitos de información y en los que prima el deber de publicidad y transparencia, como ámbito de

¹ BME, *Guía para salir a Bolsa*, Bolsas y Mercados Españoles, 2019, p.5.

² BME, *Salir a Bolsa*, Bolsa de Bilbao, 2019, p.3.

³ Chicharro Rodríguez, M.A., *Valoración de una salida a bolsa: El caso de Mercadona S.A.*, Universidad Pontificia Comillas, 2014, pp.11-12.

⁴ PwC, *Caminando juntos a los mercados de capitales*, PwC, 2011, pp.21-23.

particular desarrollo normativo a nivel europeo, de manera que a la hora de salir a bolsa una empresa debe someterse a un cuidadoso análisis para cumplir con los requisitos de información impuestos, antes del lanzamiento público de la oferta. Estos procedimientos buscan salvaguardar los intereses tanto de accionistas como de potenciales inversores, de manera que las obligaciones de información y publicidad rigen sobre todo el proceso⁵. Uno de los ámbitos en que esto último adquiere particular importancia es en relación con el folleto de emisión, como es objeto de desarrollo en el trabajo.

A lo anterior se añade el escrutinio constante por parte de los agentes operantes en la Bolsa, tanto clientes, como inversores, prensa y otras entidades⁶, a lo que se suma la manifestación en este ámbito del problema de agencia, en relación con la confluencia de intereses contrapuestos en la gestión de la empresa entre accionistas y directivos⁷. Por último, la consideración de los costes asociados a las operaciones de salida a bolsa, en tanto comisiones de entrada, permanencia, información, entre otros, unido a la incertidumbre de la valoración que logre obtener la compañía⁸.

⁵ López Blanco, E., *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados reguladores de acciones*, CNMV, 2008, pp. 63-64.

⁶ CNMV, *Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación*, CNMV, 2016.

⁷ Garrigues, *Salidas a Bolsa. Aspectos esenciales a tener en cuenta en una salida a bolsa*. Departamento Mercantil Garrigues, 2014, p.4

⁸ Álvarez Otero, S., *Distribución, Características y Rentabilidades Iniciales de las Salidas a Bolsa en España*, Universidad de Oviedo, 1999, pp.8-9

III. PROCESO DE LA SALIDA A BOLSA. OPV y OPS

En primer lugar, conviene distinguir entre la tipología de operaciones de salida a bolsa, de manera que la emisión de acciones y salida a bolsa de una empresa puede tomar diversas formas. Es preciso, en este sentido, hablar del Real Decreto Legislativo 4/2015⁹, que regula el mercado de capitales. Dentro del mercado de valores o mercado de capitales, se diferencia entre el mercado primario o de emisión¹⁰, y el mercado secundario o de negociación, regulado en el Título IV de la LMV y en el que se aprecian distintas categorías de mercados (oficiales regulados, organizados no oficiales, y sucesivos).

Dentro del mercado primario, es donde se sitúan las operaciones de emisión, que, puesto que la forma de instrumentar la operación es mediante una oferta, se habla igualmente del mercado de ofertas (IPO o Initial Public Offering) o mercado de ofertas públicas¹¹. En este aspecto es necesaria una precisión terminológica, que distingue entre una OPS (Oferta Pública de Suscripción) y una OPV (Oferta Pública de Venta), traducándose en este ámbito la suscripción como “primera venta”, como un listado oficial de suscriptores para la venta de un valor de creación *ex novo*. No obstante, a las OPS en ocasiones se las conoce como OPV, ante lo cual se debería hablar más estrictamente de OPPV, u Oferta Pública de Primera Venta, de tal manera que toda OPS es una OPV, pero no toda OPV es una OPS, existiendo OPVs en las que una empresa se deshace de un paquete de acciones propias.

Por tanto, esto permite una primera diferenciación entre las modalidades de emisión, a las cuales se añade la del *listing*. Como se adelantaba, las dos primeras tienen una forma muy similar, en tanto ofertas públicas, siguiendo unas líneas paralelas de desarrollo del proceso, residiendo la diferencia fundamental en el producto que se emite, de modo que, si bien ambas pretenden la colocación de acciones en el mercado, en la OPS se amplía el capital de la empresa, lanzando nuevas acciones al mercado para su venta en la operación, mientras que en la OPV la empresa o determinados accionistas se desprenden de un

⁹ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE de 24 de octubre de 2015).

¹⁰ Terminología empleada por el artículo 33 de la LMV.

¹¹ Artículo 35 LMV.

paquete de acciones, sacándolas a negociación¹². Por otro lado, mediante un “*listing*” las empresas pueden acceder directamente a negociación sin necesidad de lanzar previamente una oferta pública de venta, a través de un proceso que, al igual que los anteriores, debe estar aprobado por la CNMV. En este caso, la compañía no coloca sus acciones entre nuevos inversores, sino que ofrece a sus accionistas la opción de que sus títulos sean negociables en un mercado organizado¹³.

Existe, por último, una cuarta modalidad, aquella de la oferta privada de acciones, en la que, al igual que en una OPV u OPS, se realiza una oferta de acciones, al igual que la colocación de las mismas, con la diferencia de que los valores se colocan directamente a un grupo reducido y específico de inversores, de manera que no formaría parte de los procesos de oferta pública, entendidos como las operaciones por las cuales se ofrece al público inversor general.

Así, una salida a bolsa se puede realizar de distintas formas, siendo las OPV y las OPS las modalidades más comunes. No obstante, las particulares de cada proceso se entienden sin perjuicio del mantenimiento de los puntos fundamentales inherentes a ambos. Para llevar a cabo estas operaciones, se establece como *conditio sine qua non* la petición de autorización a la CNMV, como órgano regulador de estas operaciones, junto con la presentación y registro, una vez aprobada la solicitud, del folleto informativo de la operación, de carácter público, ante el referido organismo¹⁴.

En este contexto, es preciso delinear la principal regulación y el ámbito de aplicación de la misma en los procedimientos para la tramitación de emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores. Esta materia queda regulada con las distintas guías de procedimiento emitidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ajustándose al Reglamento de Régimen Interior de dicho organismo¹⁵, y desarrollándose en relación con las funciones de registro de documentos de emisión de valores representados, verificación y registro de admisión a negociación en mercados secundarios

¹² Chicharro Rodríguez, M.A., *Valoración de una salida a bolsa: El caso de Mercadona S.A.*, Universidad Pontificia Comillas, 2014, pp.24-25.

¹³ Baker McKenzie, *Global Financial Services Regulatory Guide*, Baker McKenzie, 2017, pp. 325-348.

¹⁴ *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados reguladores de acciones*, cit. pp. 40

¹⁵ Reglamento de Régimen Interior (RRI) de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), aprobado mediante resolución del Consejo de la CNMV de 10 de julio de 2003.

y OPVs, aprobación y registro del folleto, y constitución de fondos de titulización y fondos de activos bancarios.

Referido a la emisión de valores representados por anotaciones en cuenta, la normativa aplicable se compone de la Ley del Mercado de Valores, y del Real Decreto 878/2015¹⁶. Igualmente, frente a la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y ofertas públicas de venta de valores, a la LMV se añade el Real Decreto 1310/2005¹⁷, así como las sucesivas Órdenes Ministeriales y Reglamentos y Reglamentos Delegados de la Comisión Europea relativas a los contenidos de la LMV y a la legislación europea en el ámbito del Mercado de Valores.

¹⁶ Real Decreto 878/2015, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida centra y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (BOE de 3 de octubre de 2015).

¹⁷ Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (BOE de 16 de noviembre de 2005).

IV. FASES DEL PROCESO DE SALIDA A BOLSA

En el proceso de una salida a bolsa de una empresa, se suceden diversas etapas, y participan una pluralidad de entidades, con particular incidencia de la CNMV, así como de la BME. Respecto de la primera, ocupa la tramitación de la solicitud de la empresa, en su carácter de entidad encargada de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles. En este sentido, la tramitación del proceso por la CNMV abarca las etapas de iniciación, ordenación, instrucción y finalización, así como la incorporación de registros y publicidad, con adhesión al procedimiento interno de la CNMV¹⁸ relativo a estas actividades. Por otro lado, el papel de la BME es referente a la admisión e incorporación de los valores de la empresa al sistema de negociación bursátil español.

Por ello, resulta fundamental enumerar las distintas etapas en que se descompone el proceso, en los que se exponen los requisitos y obligaciones de distinto tipo que deben cumplir las empresas, desde la adopción de la decisión por parte de la empresa, hasta la salida a negociación de los valores de la entidad.

Además, dentro del proceso se añaden tres figuras en relación con el proceso como son el coordinador global, el agente, y la entidad o entidades colocadoras y aseguradoras. El coordinador global es el encargado por la empresa para el diseño de la operación, así como las funciones de coordinación de las entidades participantes y la preparación de la colocación de los valores emitidos a través de la estructura de colocación, por medio de una pirámide o sindicato de colocación. La figura del agente es la encargada de la gestión de las solicitudes de suscripción o compra de acciones, así como realizar la liquidación de la operación y gestionar los pagos. En cuanto a las entidades colocadoras y aseguradoras, el artículo 30.1 Real Decreto 291/1992¹⁹, según el Real Decreto 2590/1998²⁰, las define como toda entidad que medie, por cuenta del oferente, en la

¹⁸ El procedimiento interno de la CNMV se conoce bajo la denominación de Procedimiento para la tramitación de emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores, constitución de fondos de titulización y fondos de activos bancarios, alta de valores representados mediante anotaciones en cuenta y reversión a títulos (P04).

¹⁹ Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (BOE de 2 de abril de 1992). Actualmente esta disposición se encuentra derogada y no sustituida en su contenido por ninguna otra norma, por lo que su contenido se cita únicamente a efectos explicativos.

²⁰ Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores (BOE de 18 de diciembre de 1998).

distribución al público de los valores, con o sin compromiso de aseguramiento o adquisición. Se trata, por tanto, de bancos de inversión encargados de promover la venta o suscripción de acciones entre los inversores. En cuanto a la actividad de aseguramiento, refiere al compromiso de compra o suscripción de las acciones no colocadas en la oferta, en cuyo caso se convierten igualmente en entidades aseguradoras.

IV.1. Requisitos de idoneidad

Respecto de las sucesivas fases, la primera consideración refiere a los requisitos de idoneidad que se deben cumplir con carácter previo al acceso al mercado bursátil, de conformidad con el Real Decreto 1310/2005 y la Circular 2/2016²¹, referentes a los requisitos mínimos de admisión a negociación.

En este sentido, los anteriores se descomponen fundamentalmente en dos aspectos, idoneidad del emisor, e idoneidad de los valores. Respecto de la idoneidad del emisor, a emisión de acciones y su incorporación a la Bolsa está reservada a las Sociedades Anónimas, tanto españolas como extranjeras, exigiéndose el total desembolso de su capital social. Además, se requiere un capital social mínimo de 1.202.025 euros, para la admisión de negociación de sus acciones, no contabilizando, a los efectos de la determinación de dicho mínimo, el capital correspondiente a accionistas que posean, directa o indirectamente, una participación mínima en la entidad igual o superior al 25%²². Igualmente, no puede existir restricción legal o estatutaria que impida la negociación y transmisibilidad de las acciones de la empresa, dado el valor mobiliario de estos títulos.

Frente a la idoneidad de los valores, se establece una cuantía mínima de 6.000.000 euros en cuanto al importe total de las acciones que se pretende sacar a negociación, así como el requisito, al momento de la admisión a negociación, de una distribución suficiente de las acciones en uno o más Estados miembros de la Unión Europea, atendiendo al significado definido por el artículo 9.7 del RD 1310/2005 acerca de la distribución suficiente, al igual que el reparto entre el público de al menos el 25% de las acciones cuya

²¹ Circular 2/2016 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores, de Requisitos y procedimiento aplicable a la admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y warrants en la Bolsa de Valores.

²² *Guía para salir a Bolsa*, cit. p. 18

admisión se solicita. Por último, los títulos deben estar representados por medio de anotaciones en cuenta²³.

IV.2. Actuaciones Previas

Además del cumplimiento de los requisitos legales para la solicitud de admisión a cotización de valores de la empresa, se precisan una serie de actuaciones, referentes al *due diligence* y a los acuerdos sociales necesarios que debe adoptar la entidad.

El *due diligence* incluye el estudio de carácter económico financiero, legal y de negocio acerca de la compañía, como medio para conocer los distintos aspectos de la misma y detectar cualquier posible contingencia anterior a la oferta. Además, los contenidos de este análisis son los posteriormente incluidos en el folleto informativo²⁴.

En segundo lugar, con la futura situación de la empresa como sociedad cotizada, la entidad debe aprobar determinados acuerdos sociales y adaptar sus estatutos sociales en lo necesario para el nuevo estatuto de cotizada. Entre aquellos, se incluyen la aprobación de la operación y realización de la oferta, los referidos al funcionamiento de los distintos órganos de gobierno corporativo dentro de la entidad, junto con la adaptación de los estatutos de tal forma que los títulos accionariales estén representados mediante anotaciones en cuenta, correspondiendo su registro contable a la sociedad Iberclear y garantizando su libre transmisibilidad.

La modificación de los documentos societarios debe formalizarse mediante escritura pública, que debe presentarse tanto ante la CNMV como Iberclear, para su registro y depósito, además de inscribirse la misma en el Registro Mercantil. Igualmente, se deberá publicar un anuncio acerca del procedimiento para la operación y el plazo para la misma en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en un diario de los de mayor difusión donde la sociedad tenga su domicilio, de conformidad con las disposiciones del Real Decreto Legislativo 1/2010²⁵.

²³ Abad, A., *La regulación jurídica de las Ofertas Públicas de Venta y su aplicación al caso de AENA*, Universidad de Alicante, 2015, p. 27.

²⁴ *Guía para salir a Bolsa*, cit. p. 13.

²⁵ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE de 3 de julio de 2010).

VI.3. Requisitos de información

De forma adicional a los requisitos de idoneidad del emisor y de los valores, y la realización por parte de la entidad de los cambios necesarios en su estructura interna, se requiere el cumplimiento de determinadas obligaciones de información, previas a la admisión a negociación, y al margen de las obligaciones de información y transparencia a las que se sujetan las entidades una vez cotizan en bolsa.

En este sentido, los requisitos de información previos refieren a la comunicación, aportación y registro ante la CNMV de determinados documentos²⁶:

- Documentos acreditativos de la sujeción, tanto del emisor como de los valores, al régimen jurídico aplicable, de conformidad con el Real Decreto Legislativo 4/2015.
- Las cuentas anuales del emisor conteniendo sus estados financieros, debidamente auditadas conforme a la legislación aplicable al emisor. Si se trata de valores participativos²⁷, los estados deben comprender los tres últimos ejercicios económicos, siendo necesario solo los dos últimos en los demás casos. No obstante, si se considera que los inversores disponen de suficiente información acerca del emisor y de las acciones ofertadas como para formarse un juicio fundado, el periodo de las cuentas podrá ser inferior al mercado.
- El folleto informativo, como documento imprescindible en toda oferta pública.

²⁶ López Blanco, E., *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones*, CNMV, 2008, pp. 30-36.

²⁷ La LMV, en su artículo 26.2 párrafo segundo, define los valores participativos como “las acciones y valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a acciones, por su conversión o por el ejercicio de derechos que confieren, a condiciones de que esos valores confieren, a condición de que esos valores sean emitidos por el emisor de los valores subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor. En cuanto a los valores no participativos, se definen por contraposición a los participativos, de modo que son todos aquellos que no se correspondan con el sentido de los participativos.

IV. 4. Folleto informativo

El folleto informativo es un documento de naturaleza jurídica y económica relativo al emisor y a los valores emitidos por este, dirigido a proporcionar a los posibles inversores un conjunto de información suficiente para que estos puedan realizar una evaluación fundada, con suficiente información acerca de la actividad de la compañía, sus activos y pasivos, ganancias y pérdidas, perspectivas de negocio futuras y política de pagos de dividendos pretendida para los tenedores de los valores.

En este sentido, la CNMV aclara, acerca del contenido del folleto, que no existe diferencia entre el folleto informativo de oferta pública y el folleto de admisión²⁸. Se trata, en ambos casos, del mismo documento, siendo diferente únicamente el momento en que se exige su publicación. En el primer caso, con carácter previo al lanzamiento de la oferta pública²⁹, en el segundo, con carácter previo a la admisión a negociación³⁰. Ambos documentos tienen por tanto idéntico contenido, de manera que el folleto elaborado para la realización de una oferta pública de acciones puede utilizarse igualmente a efectos de la admisión a negociación mientras dure la oferta.

En cuanto al contenido mínimo que debe incorporar el folleto, se debe ajustar al correspondiente modelo establecido en el RD (UE) nº 486/2012³¹, en función del tipo de emisor y al tratarse de una sociedad anónima. En este sentido, el referido RD (UE) categoriza los distintos apartados cuya inclusión en el folleto se requiere, así como cuál puede aportarse en las condiciones finales. Concretamente se distinguen tres categorías de información³²:

- *“Categoría A: Información que debe constar siempre en folleto de base*
- *Categoría B: Información que debe constar siempre en el folleto de base a excepción de “detalles” tales como importes, moneda, fechas, periodos de*

²⁸ Guía de la CNMV de preguntas y respuestas acerca del folleto informativo, *IV.A. Requisitos del folleto informativo: contenido, resumen, formato* (Disponible en http://cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ5, última consulta 12-04-2020).

²⁹ Artículo 30 *bis* 2 LMV.

³⁰ Artículo 26.1 c) LMV.

³¹ Reglamento Delegado (UE) nº 486/2012 de la Comisión, de 30 de marzo de 2012, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 809/2004 en lo que se refiere al formato y el contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales, en cuanto a los requisitos de información (DOUE de 9 de junio de 2012).

³² Guía de la CNMV de preguntas y respuestas.

tiempo, porcentaje, tipos de interés de referencia, pantallas relevantes, nombres y lugares.

- *Categoría C: Información que podrá incorporarse en las condiciones finales.”*

Respecto de las distintas partes del folleto, se diferencia el documento de registro, la nota sobre valores, y el resumen. El primero de los anteriores incorpora la información relativa al inversor, en relación con su situación económico-financiera, actividades, estructura del patrimonio y gobierno corporativo. La nota de valores refiere a la información sobre las acciones que se pretende que sean admitidas a cotización, así como los términos y condiciones de la respectiva oferta de venta o suscripción. Por último, el apartado de resumen recoge los puntos fundamentales de la información contenida en el folleto, para facilitar a los inversores la decisión de inversión con la perspectiva conjunta de todas las partes del folleto, tanto del emisor, como de los valores, y los riesgos asociados a ambos³³. El resumen debe presentarse en formato estandarizado, y de forma sencilla y concisa, dada su redacción dirigida a inversores. No obstante, es importante destacar que la decisión de inversión debe fundarse sobre el folleto en su conjunto y no sólo sobre lo contenido en el resumen, habida cuenta de que no es posible exigir responsabilidad civil respecto de los contenidos del resumen, a menos que estos fueran de carácter engañoso, incoherente, o no se ajustasen al resto de los contenidos del folleto.

Además, todos los cambios o factores significativos, o errores relevantes detectados, deben incluirse en el suplemento del folleto, respecto de la información del mismo. La inclusión en el suplemento debe realizarse en el periodo desde la aprobación del folleto a la salida a negociación de los valores, y aprobarse el mismo en el plazo de cinco días hábiles desde que se tenga constancia del hecho incluido en el suplemento, publicándose en los mismos medios de publicación del folleto.

En cuanto a la aprobación del folleto informativo, se trata de un acto expreso de la CNMV previo a la publicación del mismo, en que se analiza si cumple los requisitos de completez, comprensibilidad y coherencia de la información, requisitos mínimos para el juicio del inversor. Es habitual que en la práctica se acuerden unos plazos previos para la verificación y aprobación por la CNMV. En el caso de que el folleto estuviera incompleto,

³³ López Blanco, E., *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones*, CNMV, 2008, pp.38-40.

no supone la denegación de la solicitud, sino que la CNMV requerirá a la empresa la información no incluida necesaria para completar el contenido del folleto, sin contar los días hasta que la misma sea remitida³⁴.

Tras la aprobación, se debe producir el registro del folleto mediante inscripción en el registro administrativo, junto con la disponibilidad al público del mismo, en su misma forma y contenido. Además, la CNMV publicará los folletos que hayan sido presentados en los 12 últimos meses en la página web oficial.

Para la publicación del folleto, se puede realizar a través de una pluralidad de medios, tanto periódicos nacionales, como en formato impreso en las oficinas de la Bolsa o el domicilio social del emisor y las oficinas de los intermediarios, formato electrónico en la web del emisor, en aquella de la Bolsa, o en la de la CNMV. Tras la publicación en cualquiera de estos medios se considera que el folleto está disponible al público.

En cuanto al periodo de validez tras la aprobación del folleto, será por un periodo de doce meses, de modo que durante ese tiempo se podrá realizar ofertas públicas o admisiones a negociación sobre la base de ese folleto, incluyendo los suplementos necesarios en cada caso.

IV.5. Colocación de la oferta

Para la fase de colocación de la oferta, se requiere la participación, al menos, de un banco de inversión para la promoción de la venta o suscripción de los valores. Además, se requiere la intervención de una o más entidades financieras, según el emisor de que se trate. Son estas entidades las encargadas de la colocación primaria en la emisión para la captación de fondos, bien a inversores institucionales, como agentes financieros, bien a inversores individuales, o a través de un agente especialista.

A la empresa colocadora corresponde la función de analizar la potencial demanda de las acciones, además de su participación en el proceso de *due diligence* previo. Además de los aspectos preparativos, se encarga de la campaña de *roadshow*, en referencia con el

³⁴ CNMV, *Procedimiento para la tramitación de emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores, constitución de fondos de titulización y fondos de activos bancarios, alta de valores representados mediante anotaciones en cuenta y reversión a títulos (P04)*, CNMV, 2016.

entorno de inversores institucionales, o presentación de la compañía ante este grupo de potenciales inversores, presentación que refiere tanto a las características de la emisión, como a la elaboración del *equity story* de la compañía y su potencial.

Igualmente, es la entidad colocadora la que, a la vista de las órdenes de compra recibidas de inversores, elabora una propuesta del precio de salida a cotización y para la distribución de las acciones.

IV.6. Admisión a Bolsa

Tras la colocación de las acciones, se debe realizar la tramitación de la admisión de los valores a negociación en la Bolsa de Valores, lo que a su vez incorpora la necesidad de presentar determinada documentación y satisfacer una serie de requisitos. En referencia a los requisitos, estos son respecto del importe mínimo de la emisión y la distribución de los valores. A parte de la necesidad de estar representadas las acciones por medio de anotaciones en cuenta, el valor estimado del conjunto de las mismas debe ser como mínimo 2.000.000 €.

En cuanto a la documentación necesaria para incorporar los valores a negociación, consiste en un *“escrito dirigido a la Bolsa y firmado por persona con poder bastante”*, el cual se debe acompañar de la restante documentación requerida por la Circular 2/2016, así como la adicional que pudiera solicitar la Sociedad Rectora³⁵.

³⁵ Artículo 2.3 a) Circular 2/2016 de la Bolsa de Madrid. Conforme a la misma, la concreta documentación que deberán presentar las entidades ante la Sociedad Rectora será

“a. escrito de solicitud de admisión a negociación, dirigido al Presidente del Consejo de Administración de la Sociedad Rectora, por persona apoderada a tal efecto.

b. carta mandato otorgada al representante elegido por el emisor o, en su caso, a la Sociedad Rectora, para la actuación por cuenta del mismo en los trámites de admisión a negociación de valores en la Bolsa. Se adjuntará documento acreditativo de la correspondiente aceptación.

c. certificado de los acuerdos adoptados por la Junta General de accionistas y por el Consejo de Administración, relativa a la solicitud de admisión a negociación en la Bolsa de los valores negociables emitidos por la sociedad.

d. certificación relativa a los litigios con incidencia de carácter relevante en la situación financiera de la sociedad solicitante.

e. certificación relativa a las retenciones judiciales sobre los valores negociables cuya admisión a negociación en la Bolsa se solicita.

f. certificación relativa a la vigencia de los estatutos sociales de la sociedad solicitante de la admisión.

g. testimonios notariales de las escrituras públicas de ampliación y de suscripción y desembolso, o cierre de la emisión.

Recibida la solicitud, corresponde el análisis y la valoración acerca del cumplimiento de los títulos de los requisitos. En caso de verificarse positivamente, sigue la admisión a negociación por parte de la Bolsa, y publicación del correspondiente acuerdo de admisión en el Boletín de Cotización de la Bolsa, que se comunicará tanto a la CNMV como a la entidad emisora, momento a partir del cual los valores cotizan en la Bolsa o Bolsas correspondientes³⁶.

h. información relativa a la difusión de los valores negociables respecto de los que se solicita la admisión a negociación.

i. ejemplar del folleto registrado, en su caso, ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores.”

³⁶ *Guía para salir a Bolsa*, cit. pp. 29-30

V. FIJACIÓN DEL PRECIO DE LAS ACCIONES

El precio se erige como variable fundamental dentro de toda operación de salida a Bolsa, por lo que el proceso para la fijación del mismo es de suma importancia, y en el mismo intervienen diversos factores que lo hacen variar en un sentido o en otro. En primer lugar, el precio que se fija en la salida es el valor inicial por el que las acciones de la compañía comienzan a cotizar en su entrada a negociación, como reflejo del valor de la compañía en el mercado, incorporando toda la información relativa a la empresa. Adicionalmente, el precio afecta a la financiación que obtiene la compañía de la operación de salida, siendo este uno de los objetivos principales de las operaciones mercantiles de estas características, de modo que un mayor precio supone la entrada de un flujo de capital superior, un aumento de los recursos financieros de la entidad. Por último, y relacionado con lo anterior, el precio también se confecciona como una variable del atractivo de la empresa para los inversores en la toma de decisión acerca de su inversión.

Todo ello condiciona tanto la determinación del precio de la oferta, como la fijación del precio definitivo, como resultado de bascular entre los distintos intereses en juego. Se explica la importancia del precio, por tanto, no sólo desde la perspectiva de una mayor o menor financiación entrante para la empresa, sino desde el interés que genere la oferta de la entidad en términos de demanda, que se puede ver reducida si el público inversor entiende que la empresa está sobrevalorada.

V.1. Fijación de la banda de precios

A la hora de la determinación del precio, hay que distinguir varios momentos, diferenciando entre la valoración objetiva, el precio de la oferta, y el precio definitivo. De este modo, en primer lugar se realiza la valoración de la empresa por parte del agente colocador u otra entidad, basada en la situación de la empresa, sus patrimonio y rendimiento actual, y especialmente las previsiones a futuro acerca de la evolución de la compañía³⁷.

³⁷ Bolsas y Mercados Españoles, *Las Salidas a Bolsa como eje de Transformación Económica y Social*, BME, 2010, pp.18-22.

A tal efecto, es preciso describir brevemente los diversos métodos de valoración empleados para la determinación del valor de la entidad, exponiendo los tipos de valoraciones más usados. Fundamentalmente se distinguen tres tipos de métodos³⁸; modelos estáticos, basados en el balance y la situación patrimonial, modelos dinámicos, que emplean las previsiones acerca de la evolución futura de la compañía, y la valoración por múltiplos, que analizan la entidad a través de empresas comparables. La valoración de una compañía se obtiene a través del conjunto de estos métodos, siendo la mejor aproximación al valor objetivo de una empresa la unión de las distintas perspectivas que ofrece cada modelo³⁹.

V.1.1. Métodos estáticos

Al hablar de la valoración de la empresa a partir de su patrimonio, se está capturando una imagen del presente de la compañía, utilizando el criterio contable para la tasación. Son estáticos puesto que consideran la situación de la empresa en el momento de la valoración, sin incorporar proyecciones futuras acerca de su evolución, pero permiten una mayor simplicidad al evaluar la situación de la empresa, considerando que el principal valor de la misma radica en su balance. El principal inconveniente es que, puesto que la cotización de las empresas se ve afectada por sus expectativas futuras, el valor extraído de los métodos estáticos no tiende a coincidir con el valor de mercado. Dentro de estos métodos los más comunes son valor contable, valor contable ajustado, y valor de liquidación⁴⁰.

V.1.2. Métodos dinámicos

Estos métodos, por contraposición a los estáticos, consideran la empresa en movimiento, de manera que a valoración resultante no es fruto únicamente de la imagen actual de una empresa, sino que también estiman la riqueza futura a partir de la evolución proyectada de la empresa. Los dos métodos principales son la valoración por descuento de flujos de caja⁴¹, que toma una estimación de los flujos de dinero futuros de la empresa,

³⁸ Fernández, P., *Métodos de Valoración de Empresas*, IESE Business School, 2008, pp.6-10.

³⁹ New York Stock Exchange, *NYSE IPO Guide, Second Edition*. New York Stock Exchange, 2013, pp. 87-90.

⁴⁰ Fabregat, J., "Introducción a los métodos de valoración de empresas", *Revista de Contabilidad y Dirección*, Vol. 8, 2009, pp. 11-15.

⁴¹ Chicharro Rodríguez, M.A., *Valoración de una salida a bolsa: El caso de Mercadona S.A.*, Universidad Pontificia Comillas, 2014, pp.30-32.

descontándolos a valor presente al coste de capital de la empresa; y el de dividendos, o modelo de Gordon-Shapiro⁴², descontando los dividendos esperados a valor presente con el coste de los fondos propios. En este caso, la valoración se produce desde la perspectiva de retribución de la empresa a los accionistas.

V.1.3. Métodos de múltiplos

La valoración por múltiplos se basa en tasar la empresa por medio de magnitudes comparables, a partir de otras empresas de características similares a la entidad, teniendo en cuenta tanto la industria y el sector, como el tamaño e importancia, unido a factores como la cuota de mercado, ventaja competitiva, etc⁴³. Esta valoración pretende extrapolar las ratios de las empresas a las magnitudes de la compañía valorada para determinar el valor que correspondería basado en esa ratio. Los múltiplos de uso más extendido son el PER, o beneficio por acción, y las distintas relaciones de valor de la empresa o *enterprise value* y valor de fondos propios o *equity value* con las partidas fundamentales de la cuenta de resultados, principalmente Ventas, EBIT y EBITDA⁴⁴. Además de estos, se pueden usar más múltiplos en función de la actividad concreta de la compañía o el aspecto que se pretenda valorar.

En cuanto a la elección del método más adecuado para valorar una empresa de forma objetiva, puesto que cada uno ofrece distintas perspectivas e incorporan factores distintos, no hay una forma única de estimación del valor de una compañía. Además, puesto que cada valoración depende no sólo de las variables consideradas, sino también de un componente subjetivo ínsito en la valoración, el objetivo de toda aquella es obtener un precio razonable, que además deberá corresponderse con los contenidos fijados en el folleto acerca de la situación patrimonial y expectativas futuras de la empresa.

Siguiendo lo anterior, la entidad colocadora emplea la combinación de criterios para determinar un rango de valoración de la compañía, a partir de lo cual se fija una horquilla

⁴² *Introducción a los métodos de valoración de empresas* cit. pp. 21

⁴³ Bañuelos Campo, A., *Métodos de valoración de empresas. Una aplicación práctica en las empresas riojanas de alimentación y bebidas*, Universidad de la Rioja, 2018, pp.9.

⁴⁴ López Somoza, J., “Valoración por múltiplos”, *Revista Empresa Global Afí*, 2011, pp. 45-48.

o banda de precios para realizar la oferta, en la que se encuentra el precio objetivo de la compañía, a partir de un parámetro máximo y mínimo⁴⁵.

V.2. Determinación del precio definitivo, periodo de colocación y adjudicación de valores

La fijación de una horquilla de precios por parte de la compañía y la entidad colocadora para realizar la oferta viene seguida del periodo de consulta con los inversores, o periodo de prospección de la demanda. Cabe señalar que esa banda de precios provisional puede ser vinculante, de manera que el precio definitivo al que se adjudique la oferta tiene que estar comprendido dentro de esa banda, o no vinculante, en cuyo caso se establece a efectos indicativos, pero el precio final podría quedar fuera de la misma⁴⁶. En este segundo caso, una vez se fije el precio de la operación, los inversores pueden revocar su oferta.

Además, en relación con el proceso de adjudicación, es habitual que se establezcan varios tramos de oferta⁴⁷, para los distintos tipos de inversores que puedan entrar en la operación. Así, los precios se pueden segmentar, determinando un precio para inversores minoristas, otro para inversores institucionales, para inversores extranjeros e incluso para los empleados de la empresa si se tiene interés en que estos últimos participen de los resultados de la compañía. Todos los tramos que establezca la empresa deben figurar previamente en el folleto informativo que se envíe a la CNMV para la aprobación. Cabe añadir que las implicaciones de cada tramo no refieren únicamente al precio correspondiente a cada tipo de inversor, sino que además existen particularidades tanto en los derechos como en las obligaciones de información y publicidad referidas a cada tramo, como se desarrolla en apartados posteriores.

⁴⁵ *NYSE IPO Guide, Second Edition*, cit. pp. 21.

⁴⁶ Aula del Accionista, “La OPV”, *Criteria Caixa* (disponible en <https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixaholding/Estaticos/PDFs/CriteriaInstitute/ElAulaDelAccionista/aula761.pdf>; última consulta 14/04/2020).

⁴⁷ Bankia, “La oferta pública de acciones: OPV y OPS”, *Bankia* (disponible en <https://www.bankia.com/es/la-oferta-publica-de-acciones-opv-y-ops.html>, última consulta 13/04/2020).

Igualmente, es posible que se realice un *split* o desdoblamiento de las acciones⁴⁸, como ajuste matemático respecto del valor de las acciones, disminuyendo el valor de cada una y aumentando el número de valores, manteniendo la proporción de accionariado de los inversores, pero variando precio por acción. El objeto de este acuerdo es ajustar el precio por acción a las condiciones de mercado, aportando liquidez a los valores, especialmente si el precio fuese demasiado alto, lo que contribuiría a mejorar el atractivo de los títulos. También permite a la empresa y a los accionistas adaptar la oferta al rango de precio al que desee lanzar la salida⁴⁹.

En cuanto a la colocación de los valores, el periodo de prospección antedicho viene marcado por lo expuesto acerca del precio, que, a pesar del interés de la empresa en lograr la colocación de sus acciones al mejor precio posible, no puede ser demasiado alto ante el riesgo de que el mercado no vea la oferta como atractiva o incluso la considere sobrevalorada. Por tanto, en este periodo se sucede el cruce de consultas con inversores, a lo que se suman las valoraciones de los analistas de renta variable, basadas en la información aportada por la compañía, y los inversores realizan sus peticiones.

Durante este periodo el precio sigue fluctuando dentro de los márgenes de la banda de precios, siendo, en materia de acogida de la oferta, un signo positivo que la misma tenga buena acogida por el tramo cualificado, compuesto de inversores profesionales, como muestra de una buena valoración de la compañía que capta la atención de estos inversores.

En cuanto a la forma en que se realiza la colocación y la asignación de valores entre accionistas, el método más utilizado en los mercados internacionales es el *bookbuilding* o construcción del libro de demanda⁵⁰. Durante el periodo de prospección, los bancos de negocios reciben las ofertas de los potenciales inversores, y a lo largo del mismo, el banco coordinador recaba dichas solicitudes de compra, construyendo en el conocido como libre de demanda, para la posterior evaluación de las ofertas a las que adjudicar los valores. En

⁴⁸ Observatorio del Inversor, “¿Qué es un Split? ¿Y un contra Split?”, *Andbank Private Bankers* (disponible en <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-un-split-y-un-contra-split/>, última consulta 14/04/2020).

⁴⁹ El *contrasplit*, *reverse split*, o consolidación de acciones cumpliría la misma finalidad, operando en sentido inverso, aumentando el valor nominal de las acciones.

⁵⁰ Tortuero Ortiz, J., “Aproximación a las Ampliaciones de Capital Aceleradas”, *Revista Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2008, pg. 60-66.

la construcción del libro de demanda, los inversores presentan oferta por número de acciones deseadas y precio al que comprarían⁵¹.

Una vez finaliza el proceso de *bookbuilding* la entidad coordinadora realiza una propuesta de adjudicación a la entidad que protagoniza la oferta, en la que se determina un precio de salida basado en el cruce de oferta y demanda de los inversores, como precio medio ponderado de las ofertas de accionistas, algo que se conoce como descubrimiento del precio. Mediante este proceso se fija el precio definitivo de la oferta, que es el precio por el que se produce la salida a Bolsa y por el que se adjudican los valores entre los inversores, en orden de mayor a menor precio ofrecido, hasta llegar al marginal o *cut-off price*.

En este sentido, tanto la indicación del precio de oferta de los valores, como el método empleado para la determinación del mismo, forman parte de la información de la categoría C, *ex* Reglamento (UE) 486/2012, mientras que clasificación de los tipos de valores, así como los derechos incorporados y la forma para su ejercicio, forman parte de la información que debe incluirse en todo caso en el folleto (categoría A), como pieza de información fundamental para los inversores. Como última consideración al respecto, lo introducido por el artículo 17 del Reglamento (UE) 2017/1129⁵² acerca de la fijación del precio definitivo, estableciendo que si el mismo no pudiera incluirse en el folleto, se podrá retirar la aceptación de la adquisición o suscripción en el plazo de dos días a partir de la presentación definitiva del mismo.

Por último, si la demanda supera la oferta de acciones de la compañía, se puede producir una adjudicación mediante prorrateo de los valores, debiendo incluirse en el folleto informativo el procedimiento para llevar a cabo el mismo. Esta situación puede darse más comúnmente en los procesos de OPV, si el objetivo pretendido por la empresa es, junto con la captación de nuevos recursos económicos, la diversificación del accionariado, en cuyo caso el prorrateo propicia la entrada de un número de accionistas minoritarios⁵³.

⁵¹ Salinas Rivas, S., “El Financiamiento Empresarial a través de la Emisión de Valores: Ventajas, Desventajas y Perspectivas”, *THEMIS Revista de Derecho*, nº 37, 1998, pp.65-83.

⁵² 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 y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

⁵³ “La OPV”, *Criteria Caixa*, cit. pp. 24

V.3. Consideraciones adicionales respecto al precio de las acciones

Como factores añadidos al proceso de fijación del precio, existen diversas consideraciones que pueden afectar a la determinación del precio, tanto en términos de variables no controlables por la empresa como factores de riesgo de la operación, y que se desarrollan a continuación.

V.3.1. Situación del mercado y del apetito inversor

En la toma de decisión acerca del lanzamiento de una salida a Bolsa mediante procedimiento de oferta pública tiene relevancia la situación económico-financiera tanto del sector económico en general como del mercado de valores en particular, aspectos determinantes del apetito del público inversor, esto es la demanda que existe por parte de los inversores en cuanto a activos en los que invertir. En este sentido, los momentos de crecimiento económico van unidos a un potenciamiento de las inversiones realizadas, lo que a su vez influye en la financiación obtenida por las empresas, mientras que durante los periodos de estancamiento o desaceleración se produce una pérdida de inversores, fruto igualmente de una menor confianza en el rendimiento de las compañías que añade un mayor riesgo a la inversión. En este contexto, las compañías buscan aprovechar las ventanas de oportunidad para acometer sus proyectos de salida a Bolsa. en línea con una situación de bonanza que permita maximizar los frutos de la operación⁵⁴. Igualmente, factores relacionados con situaciones de inestabilidad política o expectativas de cambios regulatorios ejercen presión sobre el desarrollo del mercado, que unidos a periodos de desaceleración económica desincentivan los planes de las empresas de lanzarse a bolsa⁵⁵.

Conectado con lo anterior, se añade la consideración de las salidas a Bolsa de otras compañías, tanto en términos de procesos comparables recientes como de los anticipados en el periodo en el que la empresa desee realizar su salida. Si bien cada salida a Bolsa es particular, el éxito o fracaso de salidas anteriores ejerce un efecto sobre el precio que pueda alcanzar una nueva compañía entrante, y las estimaciones para las próximas ofertas públicas de un periodo ejercen un efecto arrastre para las compañías que planteen lanzar

⁵⁴ Farinós, J., Sanchis, V., *Factores determinantes de la salida a bolsa en España*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie), 2009, pp. 18.

⁵⁵ PwC, *IPO Watch Europe Q1 2019*, PricewaterhouseCoopers, 2019, pp. 16-17.

sus propias operaciones. Así, el objetivo de muchas compañías se centra en buscar la entrada en el mercado cuando perciban que las compañías similares se encuentran sobrevaloradas, esperando obtener una valoración mayor del mercado⁵⁶.

V.3.2. Tipos de acciones

Otro factor importante, relacionado tanto con la determinación del precio como con los acuerdos sociales adoptados por la Junta General, así como con información que debe ser incluida en el folleto informativo, es la tipología de las acciones de las que se compone la oferta.

Así, al realizarse una oferta pública, la entidad establece, en cuanto a la emisión o venta de acciones de la sociedad, qué tipo de acciones ofrecer al mercado. En tal sentido, si bien la inmensa mayoría de las acciones negociadas son acciones ordinarias, las entidades pueden optar por emisiones de otros tipos de acciones, las cuales tienen distintos derechos incorporados a los contenidos en las acciones ordinarias⁵⁷.

De esta forma, la oferta puede componerse de otro tipo de acciones, como privilegiadas, preferentes y sin voto, rescatables. Esta cuestión, por tanto, tiene relevancia tanto a efectos de la determinación del precio, que variará no sólo por la valoración de la compañía sino en función los derechos económicos y políticos que otorgue cada clase de acciones a los inversores⁵⁸, como en materia de preservación de los derechos de los accionistas existentes con carácter previo a la salida, que pueden preferir la emisión de un tipo u otro en función de sus necesidades y su voluntad de conservación de su control político en la sociedad.

Adicionalmente, es preciso tener en cuenta, en el caso de las OPS, que, al producirse una emisión de acciones para la oferta de valores, existe un derecho de suscripción preferente a favor de los accionistas de la entidad, de manera que con carácter previo a la oferta

⁵⁶ Álvarez, S., *La explicación de la infravaloración de las salidas a bolsa españolas*, Universidad de Oviedo, 1997, pp.22.

⁵⁷ “Características de las Acciones”, *Finanzas para todos* (disponible en <https://www.finanzasparatodos.es/es/productosyservicios/productosinversionrentavariaable/acciones.html>, última consulta 10/04/2020)

⁵⁸ Registro Oficial CNMV, *Nota de Valores Promotora de Informaciones SA*, 2010

pública los accionistas habrán de renunciar a su derecho de suscripción de la emisión, factor que se incorpora al precio de la emisión⁵⁹.

V.3.3. Conflictos de interés en materia de fijación del precio

A la hora de determinar el precio de una operación de salida a negociación, al margen de los apartados expuestos, es importante la eliminación de posibles conflictos de interés y presiones relacionados con los analistas de los bancos colocadores encargados de la valoración de la compañía, a fin de evitar análisis viciados y ausencia de conflictos en la adjudicación de las acciones. Con este fin, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV, IOSCO por sus siglas en inglés) elaboró un informe de propuesta acerca de las medidas para evitar esta clase de sucesos en las salidas a Bolsa⁶⁰.

Entre las medidas propuestas, destacan la prohibición de una promesa de cobertura positiva por la entidad colocadora, así como la prohibición de que un asesor de la operación asesore o supervise la elaboración de los informes realizados por la entidad colocadora. También se impone la obligación de suministrar la máxima cantidad de información no sólo a las entidades contratadas o los inversores, sino de forma pública. Adicionalmente, establece una mayor publicidad en relación con el proceso de formación del precio y adjudicación de acciones, con la grabación de las reuniones al respecto y el registro de los detalles de asignación final. Por último, figura la obligación de comprobación por parte de los bancos de que el precio asignado para las acciones responde tanto al interés de la entidad como de los inversores.

V.4. Valoración ulterior del precio y mecanismos de estabilización

Una vez completado el lanzamiento de la oferta y la salida a Bolsa de la compañía, el precio de las acciones queda sujeto a las fluctuaciones de mercado, y la evolución de la cotización incorporará la percepción del mercado acerca de desempeño de la compañía. No obstante, durante los días inmediatamente posteriores a la salida a Bolsa, la novedad

⁵⁹ CNMV, *Guía de Órdenes de Valores*, CNMV Oficina de Atención al Inversor, 2011, pp. 20.

⁶⁰ IOSCO, *Conflicts of interest and associated conduct risks during the equity capital raising process. Final Report*, OICV-IOSCO, 2018.

de las acciones en el mercado puede hacer aumentar su volatilidad, de manera que es común que se adopten medidas para la estabilización del precio de mercado de los valores⁶¹. De esta manera, tanto el rendimiento como la volatilidad de las acciones se ve potenciado en el momento de la entrada a cotización, y los inversores pueden extraer plusvalías de la compra de acciones en la oferta y su posterior venta en el plazo del mismo día de salida a negociación⁶². Esta dinámica puede ser perjudicial para la entidad como resultado de la especulación, de manera que las medidas de estabilización buscan mantener la cotización en torno a un determinado nivel para evitar la pérdida de valor de las acciones.

En este contexto se sitúan los contratos de aseguramiento o *underwriting*, que pueden suscribirse tanto con la entidad colocadora como con otras entidades diferentes, y los cuales la entidad aseguradora se compromete a la colocación de la oferta o la adquisición, al precio establecido en el contrato, de las acciones aseguradas que no hubiesen sido adquiridas por el público inversor⁶³.

También resultan importantes las garantías relacionadas con las operaciones de estabilización, con particular mención de las cláusulas *green shoe*, o acuerdos de suscripción⁶⁴, como opciones de compra de las entidades colocadoras y aseguradoras empleada de cara a garantizar la estabilización del precio inmediatamente posterior a la salida a negociación de los valores de la compañía. Esencialmente, estas cláusulas permiten a la entidad colocadora la venta de un número de acciones superior a la emisión inicial - aproximadamente entre un 5 y un 15% - pretendida por la entidad, de manera que en el caso de producirse una sobresuscripción de acciones, en que la demanda supere a la oferta preliminar de la compañía, se pueda aumentar la oferta para evitar un desequilibrio que haga incrementar el precio de la operación de tal manera que no resulte atractiva a inversores, permitiendo una estabilización del precio de cotización.

⁶¹ FESCO, *Estabilización y Adjudicación de Valores. Enfoque de los Supervisores Europeos*, Forum of European Securities Commissions, 2000, pp. 40-42.

⁶² Salcedo, N. *La estabilización del precio de mercado en ofertas públicas de Venta*, Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), 1999.

⁶³ CNMV, *Guía para la verificación de operaciones de renta variable*, Dirección General de Mercados, Departamento de Mercados Primarios, CNMV, 2009.

⁶⁴ *La estabilización del precio de mercado en ofertas públicas de Venta*, cit. pp. 28

Igualmente importante es el periodo conocido como periodo *lock-up*⁶⁵, entendido como el periodo de tiempo en que los accionistas existentes con anterioridad a la salida a Bolsa se comprometen a mantener sus acciones durante un cierto periodo, no vendiéndolas durante el mismo. Esta cláusula facilita la colocación de las acciones en la fase previa a la salida y otorga mayor estabilidad a la cotización en los primeros compases de mercado, reduciendo la incertidumbre y evitando una caída en el precio que podría derivar de la venta por parte de los accionistas.

⁶⁵ Definición extraída de <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/lockup>

VI. RESPONSABILIDAD DERIVADA DE LA ELABORACIÓN DEL FOLLETO

VI.1. Folleto como vehículo de la oferta

Anteriormente se ha presentado el folleto informativo como documento jurídico fundamental en el proceso de salida a bolsa, en tanto documento sujeto a aprobación de la CNMV de forma previa a la iniciación de las distintas fases, al contener toda la información relativa a la operación, y al ser la principal vía de comunicación con los potenciales inversores acerca de la entidad y los valores objeto de la operación, junto con cualesquiera otras características de la misma, más si cabe dada la importancia del papel de la información en los mercados financieros y de valores⁶⁶.

Dado lo anterior, puesto que el folleto supone la principal fuente de información pública de la operación, no sólo se encuentra regulado el contenido mínimo que debe figurar en el mismo, sino que existe un especial régimen de responsabilidad acerca de las declaraciones vertidas en el mismo, fruto de la protección de los potenciales inversores y del público en general. Igualmente, es preciso recordar el papel que juega la información manifestada en el folleto en la formación del precio de los valores, debiendo sujetarse los distintos aspectos tenidos en cuenta en la determinación del precio a lo contenido en el folleto, particularmente en el documento de registro y la nota de valores.

Por tanto, el folleto se perfila como la fuente de deberes y obligaciones, de manera que representa tanto un documento promocional de oferta, como un documento contractual y de venta, operativo entre la entidad emisora-oferente y el público inversor suscriptor-adquirente, a lo cual se añade su carácter de prevención de responsabilidades⁶⁷. En este sentido, al igual que la formación del precio de los valores de la oferta se entiende como un equilibrio entre la financiación que obtenga la empresa y el potencial atractivo para los inversores, el folleto enlaza la sugestión de la empresa frente al mercado con la

⁶⁶ Valmaña Ochaíta, M., *Algunas consideraciones sobre el marco jurídico de protección del inversor en derecho español*, Universidad Castilla la Mancha, 2008, pp. 3-6.

⁶⁷ García-Pita y Lastres, J., “Donde dije digo... [La relación de causalidad, en la responsabilidad civil del folleto o prospecto: una exégesis del art. 38 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores]”, *Revista e-Dictum, Dictum Abogados*, nº 63, 2017, pp.1-11.

obligación de respetar los límites de veracidad y exactitud de la información acerca de la empresa, así como los derechos de terceros inversores.

Es en relación con esta cuestión, la de la protección de los inversores, que se establecen tanto la política legislativa de garantía de la transparencia informativa, tanto respecto del mercado primario de emisión como del secundario o de negociación, como las obligaciones emanadas del folleto, protección que adquiere particular significado en relación con el público inversor minorista⁶⁸. En este sentido, el legislador europeo ha elaborado la normativa de la UE sobre la materia en la Directiva de Folletos⁶⁹, como primera mención de la responsabilidad civil derivada del folleto, derogada por el Reglamento (UE) 2017/1129⁷⁰, que pretende una armonización del marco jurídico en materia de folletos de oferta pública o admisión a negociación de valores, entre otros objetivos⁷¹. La transposición a nivel nacional de la directiva europea se plasma en el Título III de la LMV y en el RD 1310/2005, que regulan tanto la elaboración, aprobación y publicación del folleto, como su contenido y responsabilidad.

VI.2. *Enforcement* de las obligaciones derivadas del folleto

Sobre la base del *enforcement*, o cumplimiento, de las obligaciones inherentes a la elaboración del folleto, se establece como primera consideración lo establecido por el RD 1310/2005⁷², en sentido de la no oponibilidad ante el inversor de buena fe de las circunstancias no expresadas en el folleto, como extensión de la relación jurídica entre la entidad oferente y los inversores, abarcando la misma la información plasmada en el folleto.

⁶⁸ Cabello i Forroll, A., *La protección del inversor en la contratación de productos financieros*, Universidad de Girona, 2016.

⁶⁹ 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 (DOUE 31 de diciembre de 2003).

⁷⁰ 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 y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (DOUE 30 de junio de 2017).

⁷¹ Circular Uría Menéndez, *Nuevo Reglamento comunitario sobre folletos de ofertas públicas o de admisión a negociación de valores*, Uría Menéndez, 2017.

⁷² Artículo 33.3 Real Decreto 1310/2005.

En este sentido, la salvaguarda de la relación jurídica, así como el mantenimiento del principio de transparencia, requiere, de forma añadida al conjunto de obligaciones tendentes a la elaboración de folleto, la existencia de un sistema de sanciones frente a la inobservancia de tales obligaciones. La necesidad de este sistema de sanciones nace de la consideración de que la aprobación del folleto, en la fase previa al lanzamiento de la oferta y el proceso de salida a bolsa, no implica el examen de la veracidad de la información plasmada en los distintos apartados del folleto, por lo que se precisa un sistema de responsabilidad *ex post* que respalde el régimen del folleto. Dicho sistema se define tanto en una vertiente pública como privada, para garantizar la eficiencia de los mercados de capitales, en conexión con los objetivos y máximas de información y desarrollo de los mercados financieros⁷³.

En la vertiente pública, dirigida a reforzar el cumplimiento de la normativa aplicable, el sistema de sanción se configura en orden al logro de los intereses generales enunciados por el legislador, concretándose las posibles penas en su mayor parte en sanciones administrativas. Los supuestos para los que se contemplan sanciones administrativas aparecen enunciados en los artículos 284 y 295 de la LMV, relativos al incumplimiento de la obligación de información y protección del inversor, y de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado, quedando reservado el tratamiento penal del incumplimiento para los supuestos de mayor gravedad, entendiendo por aquellos los eventos en que concurra dolo, pudiendo en aquellos casos recaer tanto sanción penal como administrativa. Esta doble sanción supone una excepción al principio legal del *non bis in idem*, por apreciarse la existencia de una distinta sujeción a la potestad sancionadora de la LMV y a aquella derivada de la concurrencia de supuestos de naturaleza penal⁷⁴.

Por otro lado, el ámbito privado refiere a la gama de acciones de los inversores frente al incumplimiento de las obligaciones emanadas del folleto, particularmente en relación con las acciones indemnizatorias ante supuestos de perjuicios patrimoniales derivados del incumplimiento de las obligaciones de información. Por tanto, en estos casos, si bien la existencia de acciones alberga una funcionalidad disuasoria, la principal finalidad refiere a la tutela de los derechos de los inversores, como instrumento de protección de los

⁷³ Sánchez Fernández, S., *Ley Aplicable a la Responsabilidad Derivada del Folleto*, Universidad Autónoma de Madrid, 2013, pp.89-91.

⁷⁴ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso-Administrativo, de 17 de noviembre de 1993.

mismos⁷⁵. En este contexto, se ha pretendido la adecuación de las normas procesales que permitan la agregación de demandas de inversores, siendo lo habitual que perjuicio generado sobre un inversor se haya extendido igualmente a otros.

Sobre la base de lo anterior, existen un número de acciones de Derecho común distintas del régimen especial para los procesos de salida bolsa, y que se sistematizan en dos categorías de acciones, según la información respecto de la que se genere un incumplimiento, bien por tratarse de un incumplimiento de las circunstancias y obligaciones relativas a la oferta o a los títulos que la compusieran, generando una responsabilidad contractual, bien por referirse a inexactitudes, errores u omisiones presentes en la información contenida en el folleto relativa a la entidad y a la operación. Respecto de las acciones sobre la base del incumplimiento contractual de la oferta, posibilitan la resolución del contrato o exigir su cumplimiento⁷⁶, unido al resarcimiento de daños y perjuicios en ambos casos⁷⁷. Por cuanto refiere a las acciones conexas a la información financiera del folleto, se contempla la acción de nulidad por vicios del consentimiento⁷⁸, si la información viciada condicionó la formación de la voluntad, así como las acciones edilicias⁷⁹, bien en el sentido de la rescisión de la operación, bien con la disminución de precio por el que se realice⁸⁰.

VI.3. Régimen especial de responsabilidad

A las anteriores consideraciones acerca de la responsabilidad por daños, se añade la existencia de un régimen especial de responsabilidad civil que emana de la elaboración del folleto y se aplica sobre la misma.

En estos términos, la primera aproximación al régimen de responsabilidad del folleto es a través del Reglamento (UE) 2017/1129, como principal normativa reguladora de la

⁷⁵ *Ley Aplicable a la Responsabilidad Derivada del Folleto*, cit. pp. 90-91.

⁷⁶ Artículo 1124 CC.

⁷⁷ Artículos 1101 y 1124 CC.

⁷⁸ Artículo 1300 CC.

⁷⁹ Acciones para la resolución y reducción del precio por parte del comprador de un bien cuando este adolece vicios o defectos ocultos que dificultan o impiden su normal uso y que habrían condicionado la decisión de compra o el precio de la transacción de haberse conocido. (Definición extraída de Guerrero Herrero Abogados, disponible en <http://guerrerohernandezabogados.es/acciones-edilicias/>).

⁸⁰ Artículo 345 CCom y artículo 1486 CC.

materia a nivel europeo. Como se adelantaba, el Reglamento (UE) 2017/119, o Reglamento de Folletos (PRIIPS), tiene notoria relevancia, al representar un considerable avance en la construcción de la Unión de Mercados de Capitales⁸¹, ampliando y mejorando los contenidos de la Directiva de Folletos anterior.

Por ello, lo fundamental de la normativa son las novedades introducidas respecto de la Directiva, dentro de las que se incluyen como primer aspecto las exenciones a la obligación de publicar un folleto informativo. Concretamente, el artículo 1.4 del Reglamento establece una serie de supuestos ante los que no será de aplicación la normativa, y por ello ante los que no existirá obligación de publicar folleto, entre los que destacan las ofertas cuyo importe total en la UE sea inferior a un millón de euros, reduciendo significativamente el margen de cinco millones anterior, así como las ofertas dirigidas exclusivamente a inversores cualificados. Acerca de este punto, igualmente se reconoce la figura del folleto voluntario, para aquellas ofertas que estén excluidas del ámbito del folleto o de la obligación de publicación⁸².

A lo anterior se añade, respecto de la estructura del folleto, el desglose de las secciones de la nota de síntesis, y la introducción la figura del documento de registro universal, que como novedad respecto al documento de registro, que permite que aquellas entidades que tuviesen un documento de registro aprobado por la autoridad competente durante los dos ejercicios precios, puedan presentar el documento de registro universal sin necesidad de aprobación previa y ser considerados como emisores frecuentes, pudiendo acudir al procedimiento de aprobación acelerado⁸³.

Por último, una de las principales novedades, de gran importancia en relación con la protección de los inversores, es la delimitación de los factores de riesgo en el folleto⁸⁴. A tenor de esta cuestión, la ESMA ha publicado una serie de directrices⁸⁵ acerca de la supervisión de los factores de riesgo en el folleto informativo, como base para las

⁸¹ Iniciativa de la UE que tiene como objetivo la armonización e integración de los distintos mercados de capitales de los Estados miembros.

⁸² Tapia Hermida, A., “Unión de mercados de capitales: el Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto de emisión y admisión de valores”, *Revista La Ley Unión Europea*, nº52, 2017, pp.16.

⁸³ KPMG, *Aplicación general del nuevo reglamento europeo sobre folletos*, 2019 (disponible en <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2019/07/Legal-Alert-Aplicacion-general-nuevo-reglamento%20europeo-sobre-folletos.pdf>, última consulta 28/04/2020).

⁸⁴ Artículo 16 Reglamento (UE) 2017/1129.

⁸⁵ ESMA, *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, 2019.

autoridades supervisoras, pero que igualmente marcan el criterio a seguir para las personas responsables de la elaboración del folleto. La labor tanto de las disposiciones del Reglamento como de las Directrices de desarrollo es de limitar el ámbito de los factores de riesgo incluidos en el folleto, dado el anterior uso de este apartado por parte de los responsables del contenido del folleto como una herramienta para reducir su responsabilidad, aún no describiendo de forma clara la explicación de los riesgos relacionados con el emisor o determinados valores, no permitiendo el entendimiento de aquellos por el inversor minorista⁸⁶. Así, entendida la inclusión de los factores de riesgo en el folleto como una herramienta para garantizar el pleno conocimiento de los inversores acerca de las circunstancias de una inversión, se establece que los factores de riesgo habrán de referir únicamente a los riesgos de suficiente relevancia y relacionados de forma específica con el emisor o sus valores, además de corresponderse con el resto del contenido incluido en el folleto. Quedan, por ello, excluidos del folleto aquellos otros riesgos de tipo genérico o cuya afectación no sea únicamente a efectos de descargo de responsabilidad. Igualmente, quedan limitados a quince el número total de factores de riesgo que se puede incluir en la nota de síntesis.

Además, en la fecha de aplicación del Reglamento, plenamente aplicable desde el 21 de julio de 2019, han adquirido eficacia las disposiciones de los Reglamentos Delegados de la Comisión Europea 2019/979 y 2019/980, ambos de 14 de marzo de 2019, de desarrollo normativo de la información financiera a incorporar en la nota de síntesis, y determinados aspectos en relación con el formato, contenido, examen y aprobación del folleto.

En base a lo expuesto, en España, la responsabilidad civil por perjuicios en relación con el folleto informativo puede tratarse de una responsabilidad civil general, derivada de las normas generales del CC y del CCom, o estar sometida a un régimen especial, objeto de regulación específica, que se encuentra en el artículo 38 de la LMV y los artículos 32 y ss. del RD 1310/2005.

A este respecto, el artículo 38 de la LMV regula la responsabilidad por el contenido del folleto, recogiendo el contenido del art. 28 de la Ley 24/1988, estableciendo las personas responsables de la elaboración del folleto, su identificación obligatoria, y el ámbito de la

⁸⁶ Palá Laguna, *Directrices de la ESMA acerca de cómo supervisar los factores de riesgo del folleto informativo*, Gómez, Acebo & Pombo, 2019, pp 1-4.

responsabilidad generada, junto con el plazo de ejercicio de la acción de responsabilidad. Se trata éste del contenido mínimo que establecía la Directiva de Folletos, y el Reglamento que la sustituyó, en materia de responsabilidad civil derivada del folleto, a lo que añadía una limitación de la responsabilidad; la no exigibilidad de responsabilidad civil relativa a los contenidos de la nota de síntesis⁸⁷.

Así, se analiza el contenido del artículo 38 LMV⁸⁸ de forma conjunta con las disposiciones del Capítulo IV del RD 1310/2005, que contiene en los artículos 32 a 37 el desarrollo de la responsabilidad del folleto.

En primer lugar, el artículo 38.1 LMV identifica la lista de sujetos responsables, siéndolo como mínimo la entidad emisora u oferente, que presenta el folleto, o en el caso del mercado secundario aquella que solicita la admisión a negociación de los valores, así como los administradores de las sociedades, como representantes de las personas jurídicas. Junto con las anteriores, también se identifica la entidad garante de los valores, y la entidad directora, como coordinadora global de la operación, así como aquellas otras

⁸⁷ Artículos 6.1 y 6.2 II de la Directiva, relativos a la nota de síntesis.

⁸⁸ Reza el artículo 38 LMV de la siguiente manera;

“1. La responsabilidad de la información que figura en el folleto deberá recaer, al menos, sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores.

Asimismo, serán responsables los siguientes sujetos:

- a) El garante de los valores en relación con la información que ha de elaborar.*
- b) La entidad directora respecto de las labores de comprobación que realice.*
- c) Aquellas otras personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto, siempre que así conste en dicho documento y aquellas otras no incluidas entre las anteriores que hayan autorizado el contenido del folleto.*

Reglamentariamente se establecerán las condiciones que rigen la responsabilidad de las personas mencionadas en este apartado.

2. Las personas responsables de la información que figura en el folleto estarán claramente identificadas en el folleto con su nombre y cargo en el caso de personas físicas o, en el caso de personas jurídicas, con su denominación y domicilio social. Asimismo, deberán declarar que, a su entender, los datos del folleto son conformes a la realidad y no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance.

3. De acuerdo con las condiciones que se determinen reglamentariamente, todas las personas indicadas en los apartados anteriores, según el caso, serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante.

La acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto.

4. No se podrá exigir ninguna responsabilidad a las personas mencionadas en los apartados anteriores sobre la base del resumen o sobre su traducción, a menos que sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto, o no aporte, leído junto con las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores.”

personas que acepten o autoricen el contenido, principalmente referido a los auditores y otros expertos que actúen como intermediarios en la elaboración. De igual forma lo establece el RD 1310/2005, al identificar a las personas responsables y su responsabilidad en los artículos 32 a 35.

En el sentido de la identificación de los responsables, el segundo punto del artículo dispone que habrá de realizarse inclusión de la misma en el folleto, así como la forma en que se ha de identificar, según sean personas físicas o jurídicas, junto con la incorporación de las respectivas declaraciones de conformidad con la veracidad de las informaciones reflejadas en el folleto. En relación con lo anterior, el RD (UE) 486/2012 refleja, en su lista de esquemas de las notas sobre los valores y módulos, los mismos puntos en relación con la identificación de todas las personas responsables de la información que figura en el folleto, así como la declaración de los responsables garantizando la información contenida, refiriendo a ambos aspectos como categoría A⁸⁹, referida a información que debe constar siempre en el folleto.

El apartado tercero determina el alcance de la responsabilidad, que se extiende a todas las personas indicadas y a todos los daños ocasionados con origen en la información del folleto. Concretamente, la responsabilidad se origina frente a *“todos los daños y perjuicios que (se) hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante”*⁹⁰. Puesto que se precisa que las informaciones falsas u omisiones sea relevantes, corresponde al inversor que ejercite la acción de responsabilidad probar tanto la existencia como la relevancia de la falsedad u omisión que se denuncie⁹¹. En este sentido, la valoración de la relevancia en la formación del juicio acerca de la inversión se lleva a cabo atendiendo al perfil del inversor minorista, considerado como inversor medio razonable.

Para mayor comprensión del ámbito de responsabilidad, se entiende como informaciones falsas tanto las informaciones inexactas o faltas de actualidad, como las informaciones desprovistas de un fundamento suficiente, hasta las informaciones contrarias a la realidad,

⁸⁹ Guía de la CNMV de preguntas y respuestas, cit., y RD (UE) 486/2012, cit. pp. 52.

⁹⁰ Artículo 38.3 LMV.

⁹¹ *Ley Aplicable a la Responsabilidad Derivada del Folleto*, cit. pp. 99-100.

siendo el factor determinante la relevancia en relación con el juicio del inversor en los términos expuestos⁹². Sobre las omisiones, el RD (UE) 486/2012 establece los modelos de folletos, detallando la información a proporcionar en función del tipo de emisor y el tipo de valores, así como la categoría a la que pertenece de cada aspecto, en función de si su inclusión debe realizarse para la aprobación del folleto, o puede incluirse en las condiciones finales de la oferta. Habida cuenta de ello, se consideraría como omisión las informaciones que, debiendo presentarse, no figurasen en el folleto, si bien considerando que ante la falta de información obligatoria la CNMV requerirá de la misma a la entidad, la omisión de información relevante se presenta como supuesto más improbable.

A lo anterior se añade la determinación del daño, y del nexo causal entre éste y el folleto. El elemento del daño se entiende en relación con el contexto de la operación, de tal forma que se considera como daño una caída del valor de cotización de los títulos de la oferta con posterioridad al cierre de la misma, derivando en una pérdida patrimonial para el inversor. En lo concerniente al nexo causal, para poder considerar la pérdida patrimonial del inversor como un daño o perjuicio, debe darse la condición de que la misma fuese fruto de un incumplimiento de las obligaciones de información de la entidad en cuanto a la elaboración del folleto, y no debido a la simple fluctuación del mercado o a un cambio en la valoración de la compañía. Además, se requiere que la decisión de inversión estuviese basada en la información del folleto engañoso. Respecto de la existencia del daño, la carga probatoria recae sobre el inversor, mientras que frente al nexo causal, es la parte responsable la que debe probar que el inversor, como sujeto sin conocimientos técnicos avanzados para la comprensión de la información, no se basó en la información defectuosa, o bien que la depreciación y consecuente pérdida patrimonial tuvo como causa otra distinta de la del conocimiento público de la falsedad u omisión de información del folleto⁹³.

En cuanto al ejercicio de la acción de responsabilidad, que se plantea frente a todos los sujetos responsables, se establece un plazo de prescripción de la misma en tres años, que se consideran desde que el inversor pudo conocer de la falsedad o la omisión de información del folleto. Cabe mencionar, respecto de este plazo, que al computarse desde

⁹² López Martínez, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Civitas, 2003, pp. 195-196.

⁹³ *Ley Aplicable a la Responsabilidad Derivada del Folleto*, cit., pp. 103-104.

el momento en que se pudo conocer de los hechos, no se establece ninguna referencia que lo limite. Respecto de la posibilidad de ejercicio de la acción, el RD 1310/2005 reconoce legitimación activa a *“las personas que hayan adquirido de buena fe los valores a los que se refiere el folleto durante su periodo de vigencia”*⁹⁴, cuando las mismas hubiesen sufrido un daño o un perjuicio. Por tanto, quedan legitimados los inversores concurrentes en la oferta durante el periodo de doce meses de validez del folleto.

Por último, el apartado final del artículo 38 LMV refleja lo expuesto acerca de la limitación ámbito de responsabilidad establecido por la Directiva, que no se extiende a lo referido en el resumen salvo en su conexión con los contenidos del resto de apartados del folleto. Así, dada la finalidad de este documento para aportar brevedad y concisión mediante una redacción menos técnica, no resulta sustitutivo del contenido del folleto, de manera que una decisión de inversión no puede basarse exclusivamente en la nota de síntesis, sino que debe estar fundada en el folleto en su conjunto. Partiendo de la insuficiencia del resumen para la formación del juicio del inversor, tampoco puede derivarse responsabilidad del mismo individualmente considerado, sino únicamente en la medida en que el contenido del mismo se separe o modifique los aspectos incluidos en el folleto.

Corresponde igualmente hablar de la responsabilidad asociada al suplemento, como documento añadido al folleto informativo contemplando nuevos datos o informaciones que se incluyan en el mismo de forma posterior a la aprobación del folleto por la CNMV. En este sentido, los contenidos del suplemento pueden referir a nuevos factores o modificaciones de la información del folleto, pero también en sentido de informaciones falsas u omisiones que se deban subsanar anteriores al cierre de la oferta. A tal efecto, se aplican al suplemento las mismas obligaciones de elaboración, aprobación y publicación que al folleto, y por ello el mismo régimen de responsabilidad, teniendo los inversores que hubieran entrado en la oferta derecho a retirar su aceptación. No obstante, respecto de las informaciones defectuosas que queden corregidas por inclusión del suplemento en el folleto no se derivará responsabilidad civil⁹⁵.

⁹⁴ Artículo 36 RD 1310/2005.

⁹⁵ Artículo 36 RD 1310/2005.

Cuestión fundamental es la del criterio de imputación de la responsabilidad, como base de aplicación de los efectos de la misma. Se trata de una cuestión que no se declara expresamente en el RD 1310/2005, pero que se extrae de lo dispuesto por el artículo 37 RD 1310/2005 acerca de la exoneración de responsabilidad, que se producirá en los casos en los que se pruebe la actuación diligente de la persona responsable. Por tanto, siendo la debida diligencia eximente de responsabilidad, la imputación de la misma se produciría por culpa⁹⁶.

En conexión con lo anterior, se contempla como causa de exoneración cuando concurra debida diligencia por parte del actor en su obligación de garantizar que no se incluya información falsa en el folleto ni se omita información relevante del mismo. A tal efecto, la carga probatoria corresponde al sujeto para quedar exonerado.

En cuanto a los supuestos de exoneración de responsabilidad, se trata de casos en que, a pesar de existir una falsedad u omisión en la información, no se imputase la responsabilidad por la misma. El artículo 37 RD 1310/2005 establece como causa de exoneración la debida diligencia por parte del actor en su obligación de garantizar que no se incluyese información falsa en el folleto ni se omitiese información relevante del mismo. A tal efecto, la carga probatoria correspondería al sujeto para quedar exonerado.

Igualmente, se añaden como causas de exoneración los supuestos en que se pruebe que el perjuicio no se debió a la difusión acerca de la falsedad de contenidos del folleto, caso en el que se produciría una ruptura del nexo causal, así como los supuestos en que se pruebe que el inversor perjudicado conocía de la información falsa cuando adquirió los valores, de modo que la misma se habría realizado de mala fe, por lo que no otorgaría legitimación activa⁹⁷.

Por último, frente a los efectos de la responsabilidad, la previsión de la LMV y el RD 1310/2005 es de la indemnización de todos los daños y perjuicios, entendiéndose por aquellos, de acuerdo con el régimen de responsabilidad extracontractual del CC, tanto el daño emergente como el lucro cesante, entendiéndose por la primera de las cantidades la pérdida de patrimonio del inversor como resultado de la depreciación de los valores

⁹⁶ Valmaña Ochaíta, M., *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*, Editorial Wolkers Reuters, 2006, pp. 388.

⁹⁷ *Ley Aplicable a la Responsabilidad Derivada del Folleto*, cit. pp. 125.

adquiridos⁹⁸, produciendo la nulidad del contrato celebrado bajo error la restitución de lo desembolsado por las acciones⁹⁹, o, en caso de no poder realizarse la restitución, calculada como la diferencia entre el valor de la adquisición y el valor de cotización tras la caída¹⁰⁰. En cuanto al lucro cesante, se trataría de las cantidades que el inversor habría percibido de optar por otra opción inversora, entendidas como los intereses legales del capital invertido desde el momento de la inversión¹⁰¹. Sin embargo, dada la difícil aplicación práctica de la prueba en tal sentido, el resarcimiento de dichas cantidades plantea mayores problemas en la praxis.

VI.4. Responsabilidad por folleto en el caso Bankia y Banco Popular

En el análisis de la responsabilidad por folleto, es preciso hacer mención a la jurisprudencia más reciente sobre la cuestión, elaborada a raíz de los casos de BANKIA S.A. y de BANCO POPULAR S.A.

Ambas, entidades bancarias, realizaron procesos de oferta pública, y de las mismas resultaron perjuicios a inversores, derivándose responsabilidad para las entidades que fueron puestas de manifiesto por la jurisprudencia originada de los distintos procesos litigiosos planteados por inversores perjudicados frente a las entidades.

En el caso de BANKIA S.A., la sociedad protagonizó una salida Bolsa en 2011, a través de una OPS que atrajo a gran número de inversores, en su mayoría inexpertos, y que mostraba una situación muy positiva de la empresa en términos de rentabilidad. Sin embargo, una posterior reformulación de las cuentas anuales de 2011 reflejó unas importantes pérdidas, fruto de una irregularidad contable, que se trasladó a una falsedad de la información incluida en el folleto. Con motivo de ello, se produjo una caída en la cotización de BANKIA S.A. hasta el punto de la suspensión de la misma, con notorios perjuicios a los inversores que participaron en la OPS. Desde entonces, se han sucedido

⁹⁸ *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, cit. pp. 193-194.

⁹⁹ Artículo 1.303 CC y Sentencias del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, de 3 de febrero, 23/2016 y 24/2016, Sentencia de la Audiencia Provincial de La Coruña, Sección 6ª, de 2 de marzo, 68/2016, Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 13 de junio, 285/2016.

¹⁰⁰ Artículo 1.101 CC y Sentencia de la Audiencia Provincial de Burgos, Sección 2ª, de 20 de junio, 250/2016, Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia, Sección 9ª, de 11 de junio, 191/2015.

¹⁰¹ Sentencia del Tribunal Supremo, de 4 de mayo, Sala de lo Civil, 270/2017.

las sentencias que han condenado a BANKIA S.A. a la devolución de las cantidades invertidas, declarando la nulidad del contrato de suscripción asentada sobre la falta de veracidad de la información proporcionada a los inversores en el folleto. Así, la sentencia de la Sala de lo Civil del TS¹⁰² confirmaba los pronunciamientos de anteriores procesos¹⁰³ que dictaban la nulidad de suscripciones de acciones de BANKIA S.A. por clientes minoristas, resaltando el error esencial en los inversores con motivo de las informaciones vertidas en el folleto informativo de la oferta, cuya falsedad y omisiones se consideró determinante en la formación del juicio de los inversores, sentando jurisprudencia civil sobre la materia de responsabilidad por la inexactitud del folleto de emisión¹⁰⁴.

En el caso de Banco Popular S.A., la entidad realizó una ampliación de capital en 2012, seguida de una nueva ampliación en 2016, a un precio de suscripción notoriamente inferior al valor de cotización de los valores de la compañía. En dicha ampliación, se presentaba la empresa, al igual que en el caso de Bankia S.A., como entidad de beneficios sólidos y financieramente estable. De igual forma, tras una auditoría interna de la entidad, se encontraron fallos en las cuentas presentadas para el ejercicio 2016, que implicaba una reformulación de las cuentas anuales, derivando en una rebaja en el *rating* y la confianza en la entidad, reduciendo de forma significativa la cotización de la compañía. Ante los procesos incoados contra Banco Popular S.A., la SAP 519/2019¹⁰⁵, entre otras¹⁰⁶, reconoció la nulidad de una adquisición de acciones de Banco Popular S.A. y ordenó la indemnización de las pérdidas, nuevamente reiterando la jurisprudencia sobre la materia, considerando procedente la acción de nulidad por existir vicio del consentimiento en los inversores, al no ajustarse la información del folleto a la realidad, mostrando un incumplimiento del deber de información de la entidad.

A través de estas sentencias, parece un criterio asentado el reconocimiento de la protección del inversor minorista en las ofertas públicas a través de la acción de

¹⁰² Sentencias del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, de 3 de febrero de 2016, 23/2016 y 24/2016.

¹⁰³ Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia, de 7 de enero de 2015, 1/2015, y Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo, de 11 de mayo de 2015, 1222/2015.

¹⁰⁴ Blasco Gascó, F., *Comentario a las Sentencias del Tribunal Supremo de 3 de febrero de 2016 (23/2016 y 24/2016). Error, deber de información y nexo de causalidad en OPS (sobre la OPS de Bankia)*, Universidad de Valencia, 2016.

¹⁰⁵ Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, Sección nº 17, de 17 de enero de 2019.

¹⁰⁶ Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava, Sección nº1, de 8 de marzo de 2019, y otras.

responsabilidad ante pérdidas patrimoniales derivadas de la omisión o la existencia de informaciones falsas en el folleto informativo de una emisión¹⁰⁷.

Sobre la base de esta cuestión, destaca la reciente cuestión prejudicial presentada por el TS ante el TJUE¹⁰⁸, en relación con el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Concretamente, se trata de dos preguntas en relación con la interpretación de los artículos 3.2 y 6 de la Directiva 2003/71/CE¹⁰⁹, acerca del alcance de la acción de responsabilidad del folleto informativo, en el sentido de si la misma ampara, en procesos de oferta dirigidos tanto a inversores minoristas como cualificados, no sólo al tramo minorista sino también al tramo institucional; y si, en caso de quedar igualmente amparados, se puede valorar el conocimiento de los inversores acerca de las características y situación del emisor sobre la base de informaciones externas a la oferta, como sus relaciones jurídicas o mercantiles con el oferente.

El planteamiento de la consulta se produce con vistas al pronunciamiento del TS en un recurso planteado ante el TS por BANKIA S.A. en un litigio con un inversor institucional (Unión Mutua Asistencial de Seguros (UMAS)), por la suscripción de acciones en la salida a Bolsa de la entidad. Al igual que otros inversores perjudicados por la pérdida de valor de las acciones y la suspensión de la cotización, UMAS interpuso demanda contra BANKIA S.A. solicitando la nulidad de la compra de las acciones y la responsabilidad de BANKIA S.A. Tras la sentencia estimatoria de primera instancia, BANKIA S.A. interpuso recurso de apelación, que fue estimado en parte por la Audiencia Provincial, rechazando la acción de nulidad y estimando la responsabilidad de la entidad por la inexactitud del folleto¹¹⁰. Ante aquella, BANKIA S.A. planteó recurso de casación, planteándose la cuestión previa a la resolución sobre el mismo.

¹⁰⁷ Berrocal, A., “Los deberes de información en la comercialización de productos de inversión. Las consecuencias de su incumplimiento”, *Revista de Derecho, Empresa y Sociedad (REDS)*, nº 12, 2018, pg. 189-196 y Cairns, D., Cremades, B. *et al*, *Posibles reclamaciones derivadas de la adquisición de Banco Popular S.A. por parte de Banco Santander S.A.*, Cremades y Asociados, 2017, pp. 6.

¹⁰⁸ Auto del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, Sección Pleno, de 10 de diciembre de 2019, Rec. 916/2017.

¹⁰⁹ El art. 3.2 de la Directiva y 1.4 del Reglamento establece los tipos de ofertas en los que no se aplica la obligación de publicar un folleto, refiriendo las letras a) y b) del mismo a ofertas dirigidas únicamente a inversores cualificados y ofertas dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los inversores cualificados, respectivamente. Por su parte el art. 6 hace referencia a la responsabilidad del folleto, estableciendo el contenido mínimo de la misma, como se plasma igualmente en la legislación nacional de transposición de la Directiva.

¹¹⁰ Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 14ª, de 21 de diciembre de 2016, Rec. 657/2016.

El ámbito de la consulta tiene una relevancia fundamental puesto que, si bien en materia de protección de inversores minoristas existe copiosa jurisprudencia añadida a la normativa específica sobre la materia, en el caso de inversores cualificados la cuestión no está resuelta por jurisprudencia comunitaria, reconociéndose un menor nivel de protección a inversores cualificados frente a los inversores minoritarios¹¹¹. Así, el TS aún no se ha pronunciado en ningún recurso relacionado con la acción de responsabilidad por el contenido del folleto de emisión, mostrándose cauteloso en la determinación de la protección que la existencia de inexactitudes u omisiones de información en el folleto confiere a inversores calificados como cualificados o profesionales¹¹², motivo que ha suscitado el planteamiento de la cuestión ante el TJUE, lo que sentará jurisprudencia en base a la resolución la cuestión y el correspondiente recurso ante el TS¹¹³.

En este sentido, es preciso referir a lo expuesto acerca del ámbito de la acción de responsabilidad civil, en lo concerniente a la determinación del daño a los inversores y del nexo causal. Para que se derive responsabilidad para la entidad oferente, considerando la pérdida patrimonial como daño al inversor, se requiere que la decisión del mismo de invertir tuviese como base la información del folleto, de modo que el contenido de éste determinase el juicio tendente a la inversión. En el caso de inversores minoristas, el folleto es la fuente de información fundamental, por lo que de forma lógica toman su decisión a partir del mismo, sin embargo, los inversores cualificados, como agentes que operan de forma continua en el mercado, en base a su habitual actividad, pueden contar con un mayor conocimiento tanto de la empresa como la oferta, y de considerarse que su decisión no viene determinada únicamente por el folleto, no se atribuiría la causa de la pérdida al mismo, no derivando responsabilidad para la empresa.

Sin embargo, dada la importancia del folleto como vehículo de información de la oferta, y los requisitos de contenido mínimo, podría considerarse que sigue constituyendo la base fundamental de la decisión, así como la fuente más actualizada acerca de la situación de la empresa y sus expectativas futuras, por lo que representaría la piedra angular de cualquier decisión de inversión en valores de aquella, al margen del conocimiento

¹¹¹ Morán Sangochian, J., *La defensa procesal del inversor cualificado ante la falsedad del folleto informativo*, CUNEF, 2018, pp.18-19.

¹¹² Artículo 2.1 e) del Reglamento.

¹¹³ Agüero, A., “Responsabilidad por el contenido del folleto frente a inversores cualificados”, *Diario La Ley*, nº 1985, 2020, pp. 3-5.

cualificado que pudieran tener los inversores institucionales sobre la misma. Bajo esta consideración, la compra o suscripción por inversores cualificados también quedaría determinada por el contenido del folleto, derivando en responsabilidad para la empresa, toda vez que la concurrencia a la oferta se produjese de buena fe, y no con intereses ocultos, tales como el ánimo especulativo, que tuviesen por objeto beneficiarse de la posición cualificada.

Bajo este supuesto, la protección de los inversores se extendería al tramo institucional, amparando a los inversores cualificados en los mismos términos que al público minorista, y sometidos a los mismos riesgos, en tanto sujetos que acuden a una oferta pública y prestan su acuerdo a las condiciones de la misma, estableciéndose un vínculo contractual merecedor de protección. Esta línea de razonamiento estaría en consonancia con el considerando 27 de la Directiva 2003/71/CE¹¹⁴, que establece la protección de todos los inversores mediante la publicación de una información fiable, unida al posterior cumplimiento de las obligaciones de información de entidades cotizadas.

VI.5. Responsabilidad por folleto en el Derecho comparado

En cuanto a la implantación de la normativa europea en materia de responsabilidad por folleto, existe un alto grado de heterogeneidad de implantación según los ordenamientos. Así, aunque tradicionalmente no ha existido un régimen regulador de la responsabilidad en gran parte de los países europeos, la entrada en vigor de sucesivas normativas europeas, destacando la Directiva 2003/71/CE y el Reglamento (UE) 2017/1129, ha propiciado el desarrollo a nivel nacional de las principales cuestiones en este ámbito. No obstante, dando el amplio margen de desarrollo que ambas normativas conceden a los Estados miembros¹¹⁵, el sistema concreto de responsabilidad se define según cada

¹¹⁴ Considerando (27) de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

¹¹⁵ Artículo 6.2 Directiva 2003/71/CE.

ordenamiento, a lo que se añaden las soluciones accesorias en aquellos Estados¹¹⁶ que regulaban tal ámbito con anterioridad¹¹⁷.

En términos generales, una mayoría de Estados miembros han implementado regímenes específicos de responsabilidad, tanto países que ya incorporaban un régimen de derecho civil especial, como aquellos que operaban a través de la jurisprudencia creada en torno a sus normas de derecho civil y contractual general. En este contexto, el régimen más extendido es el de la fijación de una calificación específica de responsables, estableciendo quiénes pueden ser sujetos del régimen de responsabilidad por daños por la información del folleto¹¹⁸, conteniendo en algunos casos la identificación de los encargados de la auditoría y otros expertos independientes. En cuanto a la responsabilidad generada por el incumplimiento de las obligaciones de información del folleto, se distinguen tres modelos; el de responsabilidad solidaria de los implicados, presente en la práctica totalidad de Estados miembros, el de responsabilidad mancomunada, presente en Bulgaria, Lituania, Eslovenia y Eslovaquia, y el de responsabilidad plural e independiente, únicamente encontrado en Luxemburgo, consistente en una pluralidad de responsabilidades que opera de forma independiente y no solidaria.

Merece mención el Derecho británico, como sistema que ha tenido influencia en la configuración de esta rama normativa en múltiples países europeos e incluso fuera del continente. En el caso de Reino Unido, contaba ya con normas civiles de carácter especial sobre la materia de la responsabilidad civil del folleto, reconociendo una acción específica a los inversores, pero que refería a conductas dolosas, no extendiéndose a actos negligentes. Si bien la transposición al ordenamiento de la Directiva se asemejaba bastante al régimen anterior¹¹⁹, permitió la ampliación de los sujetos responsables al contenido del art. 6.2 de la Directiva 2003/71/CE. Adicionalmente, destaca la reforzada protección del inversor, en la inversión de la carga de la prueba, recayendo sobre los

¹¹⁶ En este sentido, sirven de ejemplo el Derecho holandés, que considera las falsedades u omisiones como supuestos de publicidad ilícita, aplicando las normas al respecto del su CC; o el Derecho italiano, que recurre a la *culpa in contrahendo*, aplicando el régimen de responsabilidad precontractual de su CC.

¹¹⁷ Fernández de Araoz, A., “La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo”, *Revista de Derecho bancario y bursátil*, Ed. Aranzadi, 1995, pp. 102-103

¹¹⁸ ESMA, *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, European Securities and Market Authority, 2013, pg. 12-15.

¹¹⁹ Grimaldos García, M^a.I., *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, Valencia, 2001, pp 87-90.

potenciales responsables la tarea de probar su diligencia en la elaboración o supervisión del folleto¹²⁰.

Como régimen contrapuesto, el del ámbito germánico, cuya principal manifestación se da en Alemania y Suiza. En estos ordenamientos, frente al ámbito anglosajón y los países que han desarrollado un régimen de responsabilidad especial tras la normativa europea, se considera la delimitación de la responsabilidad de los sujetos a través de un criterio funcional¹²¹, consistente en valorar su participación a partir del entorno de influencia creada en torno al inversor. Así, no se parte de una clasificación fija de responsables, sino que atiende a su importancia en la formación del juicio del inversor, al responder de la veracidad del folleto. Dada la aplicación del criterio funcional, se deriva una responsabilidad solidaria para el emisor de los valores y para todos aquellos que asuman responsabilidad por el folleto.

Además, dentro del estudio del Derecho comparado, referir al caso de Estados Unidos, perteneciente ámbito anglosajón, y uno de los ordenamientos normativos más desarrollados en conexión con el mercado de valores, que prevé un régimen específico de responsabilidad civil por folleto, o *prospectus liability*, en materia de inexactitudes u omisiones en el contenido. En este sentido, la *Securities Act* de 1933, como normativa de referencia en materia de *disclosure*, o transparencia informativa, establece en las secciones 11 y 12 el régimen de responsabilidad civil por folleto¹²². La primera de aquellas establece la acción de reclamación del inversor ante supuestos de inexactitudes u omisiones presentes en folletos registrados. De forma complementaria, la sección 12 reconoce la acción equivalente ante supuestos en que no se registrase folleto informativo existiendo obligación para ello, o en que se hiciese pública información falsa o relativa a los valores ofertados en un medio distinto al del folleto informativo. La finalidad de este régimen es la de garantizar vías de acción alternativas para los perjudicados, en función de la concurrencia de unos u otros presupuestos, representando una mayor exhaustividad en la regulación de la materia. A estos remedios específicos se añaden las disposiciones de las normas antifraude, que reconocen responsabilidad administrativa y criminal.

¹²⁰ *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, cit. pp.65.

¹²¹ *Ley Aplicable a la Responsabilidad Derivada del Folleto*, cit. pp. 110-111.

¹²² *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, cit. pp.53

En vista de lo anterior, el régimen de responsabilidad civil especial en España se enmarca dentro del modelo general seguido por los países miembro de la UE, comprendiendo una identificación expresa de los responsables, y la sujeción al mismo en régimen de solidaridad, habiéndose implantado como resultado de la entrada en vigor de la Directiva y el Reglamento de Folletos.

VII. CONCLUSIÓN

El propósito a lo largo de este trabajo ha sido el estudio de los procesos de salida a bolsa, como operaciones mercantiles de fundamental importancia, tanto por su envergadura como por la transformación de las empresas con su conversión en sociedades cotizadas. Dicho estudio se ha realizado desde el eje de dos aspectos fundamentales de las ofertas públicas de salida a Bolsa, la fijación del precio de referencia de la oferta, y la figura del folleto informativo como base de la relación entre oferente y público inversor, del que emanan un conjunto de derechos y obligaciones que delimitan la responsabilidad que emana del documento.

En este contexto, las salidas a Bolsa se circunscriben como procesos complejos y marcados por la distinta legislación tanto nacional como europea, siendo en la actualidad un sector de importante desarrollo a nivel normativo, dados los objetivos de los legisladores de armonización de la regulación de los mercados de capitales, particularmente en relación con la protección de los inversores y la observancia de los principios de transparencia e información en los mercados.

Así dispuesto, ambos ejes del trabajo se han estudiado desde la perspectiva de las implicaciones legales para la empresa y de cara a los inversores, junto con la delineación de la normativa aplicable al proceso en su conjunto y cada una de sus fases. Como principal referencia, la configuración de las ofertas públicas de venta y suscripción como procesos mayoritarios de las salidas a bolsa, así como aquellos sobre los que opera mayor número de regulación, dado su carácter público y el trato en los mismos con el inversor minorista. En esta línea, destacan dentro de las distintas fases de tales procesos, las obligaciones de información y publicidad en la elaboración de la distinta documentación presentada ante los organismos supervisores y el público receptor de la oferta. Igualmente, la concurrencia en el proceso de actores intermedios, fruto de las garantías que se pretenden salvaguardar en el cumplimiento de los objetivos de protección de la transparencia del mercado y la protección de los inversores.

En este sentido, la fijación del precio de referencia de los valores de la oferta se posiciona como resultado de un proceso de combinación de la valoración individual de la empresa por los agentes financieros, la fase de interacción con el mercado previa a la salida a

cotización, y los factores intrínsecos al mercado y a la sociedad que marcan el ajuste del precio del precio final. De tal manera, en la determinación del precio se produce una confluencia de intereses, tanto del lado de la compañía como del mercado, que se presentan en los distintos pasos de la formación del precio. Se contemplan, por ello, tres momentos principales; la fijación de una banda de precios provisional con base en la valoración de la compañía a través de distintos enfoques, de valor presente y futuro de la entidad; la acotación de la horquilla de precios hasta el establecimiento de un precio de lanzamiento de la oferta pública, mediante el cruce de oferta y demanda con el público inversor a través del proceso de *bookbuilding*, y la consiguiente colocación y adjudicación de los valores al precio fijado; y la evolución inmediata del precio tras la salida a negociación, produciéndose un periodo de fluctuación hasta la estabilización de la cotización en un rango de precios, periodo en el que se aplican los denominados mecanismos de estabilización para evitar ajustes bruscos en la valoración y para garantizar el éxito de la operación. Todo ello, habida cuenta de los derechos de accionistas e inversores, particularmente a través de las consideraciones legales acerca de la inclusión de la información del precio en las distintas partes del folleto.

En todo este proceso, como se ha expuesto, subsisten los objetivos de transparencia y protección de los inversores, particularmente del público minorista, siendo la principal manifestación de tales objetivos las implicaciones legales del folleto informativo. Además de ser un documento de elaboración preceptiva para el lanzamiento de la oferta, debiendo ser presentado ante la CNMV como organismo supervisor de los mercados de valores españoles, representa la principal fuente de información de la oferta, tanto para la verificación del cumplimiento de los requisitos mínimos exigidos para llevar a cabo el proceso, como para la presentación de la compañía y de los valores de la oferta al mercado.

Así, a la regulación sobre el contenido mínimo del folleto informativo en relación con la información acerca de las características de la empresa y de los valores, y los términos en que se realiza la oferta, se añade un régimen de responsabilidad por la información vertida en el folleto, con objeto de garantizar la obediencia de las distintas obligaciones de la empresa y las entidades colaboradoras de la operación. En el caso de los mercados españoles, este régimen no refiere únicamente a la responsabilidad civil general emanada de las normas de derecho común, sino que existe un régimen especial de responsabilidad

civil en la legislación específica sobre la materia, como medida de acción de los inversores ante posibles perjuicios soportados como consecuencia de un incumplimiento de las antedichas obligaciones. A lo anterior, se añaden las consideraciones legales accesorias referentes a los demás aspectos del folleto que determinan la formación del juicio del inversor, como lo son las conclusiones extraíbles de la nota de síntesis y los suplementos, así como la inclusión de los factores de riesgo de la entidad o los valores.

Por tanto, este régimen supone la responsabilidad de los distintos sujetos intervinientes en el proceso de oferta pública, frente a los daños y perjuicios ocasionados a los inversores concurrentes en la oferta como resultado de informaciones falsas u omisiones en la elaboración del folleto. Frente a los mismos, se reconoce a los inversores de buena fe el derecho al ejercicio de la acción de responsabilidad para la indemnización por los responsables de las pérdidas sufridas en su patrimonio, en los términos establecidos en la normativa europea y su respectiva transposición a nivel nacional, como fundamental herramienta de protección de los inversores, añadida a las eventuales sanciones administrativas por el incumplimiento de las obligaciones derivadas de la entrada en los mercados bursátiles. Sobre este último punto, se añade una cuestión final, respecto de los inversores cualificados, en el sentido de la extensión de la protección del folleto para con aquellos al concurrir junto con inversores minoritarios, cuestión de actualidad y pieza de desarrollo en el marco de la regulación de los mercados de valores.

En definitiva, el carácter público de los mercados de valores hace necesario el mantenimiento de unas garantías, tanto respecto de las empresas, como los agentes inversores y particulares, de información, transparencia y protección de derechos e intereses de los distintos sujetos que se relacionan en este contexto, lo que deviene en que las operaciones que se realicen, y por ello inclusive aquellas de entrada, se supediten al cumplimiento de las obligaciones que emanan de dichas garantías, como se observa de la fijación del precio de los valores y del contenido del folleto informativo, y la existencia de un régimen de responsabilidad y sanciones ante un eventual incumplimiento.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

VIII.1. Legislación

- 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 (DOUE 31 de diciembre de 2003).
- 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 y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (DOUE 30 de junio de 2017).
- Reglamento Delegado (UE) n° 486/2012 de la Comisión, de 30 de marzo de 2012, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 809/2004 en lo que se refiere al formato y el contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales, en cuanto a los requisitos de información (DOUE de 9 de junio de 2012).
- Reglamentos Delegados (UE) 2019/979, de la Comisión Europea, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) n.º 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión (DOUE de 21 de junio de 2019).
- Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga el Reglamento (CE) 809/2004 de la Comisión. (DOUE de 21 de junio de 2019).

- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 29 de julio de 1988).
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE de 24 de octubre de 2015).
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE de 3 de julio de 2010).
- Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (BOE de 16 de octubre de 1885).
- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (BOE de 25 de julio de 1889).
- Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (BOE de 2 de abril de 1992).
- Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores (BOE de 18 de diciembre de 1998).
- Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (BOE de 16 de noviembre de 2005).
- Reglamento de Régimen Interior (RRI) de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), aprobado mediante resolución del Consejo de la CNMV de 10 de julio de 2003.
- Procedimiento para la tramitación de emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores, constitución de fondos de titulización y fondos de activos bancarios, alta de valores representados mediante anotaciones en cuenta y reversión a títulos (P04), Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 20 de septiembre de 2016.
- Circular 2/2016 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores, de Requisitos y procedimiento aplicable a la admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y warrants en la Bolsa de Valores, de 25 de abril de 2016.

VIII.2. Jurisprudencia

- Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso-Administrativo, de 17 de noviembre de 1993.
- Sentencias del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, de 3 de febrero, 23/2016 y 24/2016.
- Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, de 4 de mayo, 270/2017.
- Auto del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, Sección Pleno, de 10 de diciembre de 2019, Rec. 916/2017.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava, Sección 1ª, de 8 de marzo, 233/2019.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, Sección 17ª, de 17 de enero, 30/2019.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Burgos, Sección 2ª, de 20 de junio, 250/2016
- Sentencia de la Audiencia Provincial de La Coruña, Sección 6ª, de 2 de marzo, 68/2016
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 11ª, de 13 de junio, 285/2016.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 14ª, de 21 de diciembre, 458/2016.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo, de 11 de mayo, 1222/2015.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia, de 7 de enero, 1/2015.
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia, Sección 9ª, de 11 de junio, 191/2015.

VIII.3. Obras doctrinales

- Abad, A., *La regulación jurídica de las Ofertas Públicas de Venta y su aplicación al caso de AENA*, Universidad de Alicante, 2015.
- Agüero, A., “Responsabilidad por el contenido del folleto frente a inversores cualificados”, *Diario La Ley*, nº 1985, 2020, pg. 3-10.
- Álvarez Otero, S., *La explicación de la infravaloración de las salidas a bolsa españolas*, Universidad de Oviedo, 1997.
- Álvarez Otero, S., *Distribución, Características y Rentabilidades Iniciales de las Salidas a Bolsa en España*, Universidad de Oviedo, 1999.
- Baker McKenzie, *Global Financial Services Regulatory Guide*, Baker McKenzie, 2017.
- Bañuelos Campo, A., *Métodos de valoración de empresas. Una aplicación práctica en las empresas riojanas de alimentación y bebidas*, Universidad de la Rioja, 2018
- Berrocal, A., “Los deberes de información en la comercialización de productos de inversión. Las consecuencias de su incumplimiento”, *Revista de Derecho, Empresa y Sociedad (REDS)*, nº 12, 2018, pg. 189-196.
- Blasco , F., *Comentario a las Sentencias del Tribunal Supremo de 3 de febrero de 2016 (23/2016 y 24/2016). Error, deber de información y nexo de causalidad en OPS (sobre la OPS de Bankia)*, Universidad de Valencia, 2016.
- BME, *Guía para salir a Bolsa*, Bolsas y Mercados Españoles, 2019.
- BME, *Salir a Bolsa*, Bolsa de Bilbao, 2019.
- BME, *Las Salidas a Bolsa como eje de Transformación Económica y Social*, Bolsas y Mercados Españoles, 2010.
- Cabello i Forroll, A., *La protección del inversor en la contratación de productos financieros*, Universidad de Girona, 2016.
- Cairns, D., Cremades, B. et. al, *Posibles reclamaciones derivadas de la adquisición de Banco Popular S.A. por parte de Banco Santander S.A.*, Cremades y Asociados, 2017.
- Chicharro Rodríguez, M.A., *Valoración de una salida a bolsa: El caso de Mercadona S.A.*, Universidad Pontificia Comillas, 2014

- Circular Uría Menéndez, *Nuevo Reglamento comunitario sobre folletos de ofertas públicas o de admisión a negociación de valores*, Uría Menéndez, 2017.
- CNMV, *Guía para la verificación de operaciones de renta variable*, Dirección General de Mercados, Departamento de Mercados Primarios, CNMV, 2009.
- CNMV, *Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación*, CNMV, 2016
- ESMA, *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, European Securities and Market Authority, 2013.
- ESMA, *Guidelines on Risk factors under the Prospectus Regulation*, 2019.
- Fabregat, J., “Introducción a los métodos de valoración de empresas”, *Revista de Contabilidad y Dirección*, Vol. 8, 2009, pp. 11-29.
- Farinós, J., Sanchis, V., *Factores determinantes de la salida a bolsa en España*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie), 2009
- Fernández de Araoz, A., “La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo”, *Revista de Derecho bancario y bursátil*, Ed. Aranzadi, 1995, pg. 99-112.
- Fernández, P., *Métodos de Valoración de Empresas*, IESE Business School, 2008.
- FESCO, *Estabilización y Adjudicación de Valores. Enfoque de los Supervisores Europeos*, Forum of European Securities Commissions, 2000.
- García-Pita y Lastres, J., “Donde dije digo... [La relación de causalidad, en la responsabilidad civil del folleto o prospecto: una exégesis del art. 38 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores]”, *Revista e-Dictum, Dictum Abogados*, nº 63, 2017, pg.1-11.
- Garrido, M; Lentijo, P.; Párbole, A., *Lo que hay detrás de una salida a bolsa: proceso, motivos y supuestos*, CUNEF, 2014.
- Garrigues, *Salidas a Bolsa. Aspectos esenciales a tener en cuenta en una salida a bolsa*. Departamento Mercantil Garrigues, 2014.
- Grimaldos García, M^a.I., *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, Valencia, 2001.
- IOSCO, *Conflicts of interest and associated conduct risks during the equity capital raising process. Final Report*, OICV-IOSCO, 2018PwC, *Caminando juntos a los mercados de capitales*, PwC, 2011.

- López Blanco, E., *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados reguladores de acciones*, CNMV, 2008.
- López Martínez, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Civitas, 2003.
- López Somoza, J., “Valoración por múltiplos”, *Revista Empresa Global Afi*, 2011, pg. 45-48.
- Morán Sangochian, J., *La defensa procesal del inversor cualificado ante la falsedad del folleto informativo*, CUNEF, 2018.
- New York Stock Exchange, *NYSE IPO Guide, Second Edition*. New York Stock Exchange, 2013.
- Palá Laguna, *Directrices de la ESMA acerca de cómo supervisar los factores de riesgo del folleto informativo*, Gómez, Acebo & Pombo, 2019.
- PwC, *IPO Watch Europe Q1 2019*, PricewaterhouseCoopers, 2019.
- Salcedo, N. *La estabilización del precio de mercado en ofertas públicas de Venta*, Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), 1999.
- Salinas Rivas, S., “El Financiamiento Empresarial a través de la Emisión de Valores: Ventajas, Desventajas y Perspectivas”, *THEMIS Revista de Derecho*, nº 37, 1998, pg.65-83.
- Sánchez Fernández, S., *Ley Aplicable a la Responsabilidad Derivada del Folleto*, Universidad Autónoma de Madrid, 2013.
- Tapia Hermida, A., “Unión de mercados de capitales: el Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto de emisión y admisión de valores”, *Revista La Ley Unión Europea*, nº52, 2017, pg.16.
- Tortuero Ortiz, J., “Aproximación a las Ampliaciones de Capital Aceleradas”, *Revista Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2008, pg. 60-66.
- Valmaña Ochaíta, M., *Algunas consideraciones sobre el marco jurídico de protección del inversor en derecho español*, Universidad Castilla la Mancha, 2008.
- Valmaña Ochaíta, M., *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*, Editorial Wolters Kluwer, 2006.

VIII.4. Contenido web

- “¿Acciones Edilicias?”, *Guerrero Hernández Abogados* (disponible en <http://guerrerohernandezabogados.es/acciones-edilicias/>, última consulta 20/04/2020).
- Aula del Accionista, “La OPV”, *Criteria Caixa* (disponible en <https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixaholding/Estaticos/PDFs/Criterialnstitute/ElAulaDelAccionista/aula761.pdf>; última consulta 14/04/2020).
- Bankia, “La oferta pública de acciones: OPV y OPS”, *Bankia* (disponible en <https://www.bankia.com/es/la-oferta-publica-de-acciones-opv-y-ops.html>, última consulta 13/04/2020).
- CNMV, *Guía de Órdenes de Valores*, CNMV Oficina de Atención al Inversor, 2011 (disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/ordenes.pdf>, última consulta 10/04/2020).
- “Características de las Acciones”, *Finanzas para todos* (disponible en <https://www.finanzasparatodos.es/es/productosyservicios/productosinversionrentavARIABLE/acciones.html>, última consulta 10/04/2020)
- Guía de la CNMV de preguntas y respuestas acerca del folleto informativo, *IV.A. Requisitos del folleto informativo: contenido, resumen, formato* (disponible en http://cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ5, última consulta 12-04-2020).
- KPMG, *Aplicación general del nuevo reglamento europeo sobre folletos*, 2019 (disponible en <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2019/07/Legal-Alert-Aplicacion-general-nuevo-reglamento%20europeo-sobre-folletos.pdf>, última consulta 28/04/2020).
- “Lock-up”, *elEconomista.es* (disponible en <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/lockup>, última consulta 05/04/2020).
- *Nota de Valores Promotora de Informaciones SA*, Registro Oficial CNMV, 2010, (disponible en <https://www.prisa.com/uploads/2015/12/descargas-nota-de-valores-aumento-de-capital-no-dinerario-es.pdf>, última consulta 15/04/2020).

- Observatorio del Inversor, “¿Qué es un Split? ¿Y un contra Split?”, *Andbank Private Bankers* (disponible en <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-un-split-y-un-contra-split/>, última consulta 14/04/2020).