



FACULTAD DE DERECHO

**EL MERCADO DE VALORES COMO ALTERNATIVA
DE FINANCIACIÓN PARA LA PEQUEÑA Y
MEDIANA EMRESA**

Una evaluación crítica de su régimen jurídico y propuestas de
mejora

Autor: Alejandro Larrea Rodríguez

5º E3 Analytics

Derecho del Mercado de Valores

Tutor: Miguel Martínez Muñoz

Madrid
Junio de 2024

RESUMEN

A pesar de su importancia en la economía de la Unión Europea, las pequeñas y medianas empresas enfrentan una integración limitada en los mercados de capitales, lo que las hace depender excesivamente de la financiación bancaria y limita su potencial de crecimiento. El presente trabajo analiza el régimen jurídico de los mercados de valores como alternativa de financiación para las pymes. Se examinan los principales obstáculos normativos que dificultan el acceso de las pymes a los mercados financieros y se evalúan las propuestas de reforma de la Comisión Europea y la doctrina para reducir esta dependencia bancaria. El primer capítulo analiza el ecosistema europeo de los mercados de capitales y el papel que desempeñan en él los mercados pyme en expansión, como centros de negociación especializados en esta clase de emisores. El segundo capítulo estudia el acceso de las pymes a BME Growth, principal mercado pyme en expansión español, y el problema del control sobre la sociedad en el marco de la propuesta de la Comisión Europea para la creación de estructuras accionariales de voto múltiple. El tercer capítulo estudia el régimen del folleto de emisión y las iniciativas para adaptarlo a las pymes, señalando la necesidad de complementar las obligaciones iniciales de información con un régimen un uniforme de responsabilidad derivada del folleto en la UE.

PALABRAS CLAVE

Mercado de valores, MiFID II, pymes, mercado pyme en expansión, voto múltiple, folleto de emisión, responsabilidad

ABSTRACT

Despite their importance in the European Union's economy, small and medium-sized enterprises (SMEs) face limited integration into capital markets, making them overly reliant on bank financing and constraining their growth potential. This paper analyzes the legal framework of securities markets as an alternative financing option for SMEs. It examines the main regulatory obstacles hindering SMEs' access to financial markets and evaluates reform proposals from the European Commission and scholarly doctrine to reduce this banking dependency. The first chapter analyzes the European capital markets ecosystem and the role played by SME Growth Markets as trading centers specialized in this class of issuers. The second chapter studies SMEs' access to BME Growth, the main SME Growth Market in Spain, and the issue of control over the firm within the framework of the European Commission's proposal to create multiple-vote share structures. The third chapter examines the prospectus regime and initiatives to adapt it for SMEs, highlighting the need to complement initial information disclosure obligations with a uniform liability regime derived from the prospectus across the EU.

KEY WORDS

Capital markets, MiFID II, SMEs, SME Growth Market, multiple vote, prospectus, liability

CAPÍTULO I. EL PROBLEMA DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES, LOS MERCADOS DE VALORES Y LA JUSTIFICACIÓN DE SU REGULACIÓN... 11

1.	PLANTEAMIENTO.....	11
1.1.	EL PROBLEMA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES Y CONTEXTUALIZACIÓN DEL ESTUDIO.....	11
1.2.	LOS OBJETIVOS DE LA INTERVENCIÓN REGULATORIA Y SU ARTICULACIÓN PRÁCTICA.....	13
1.2.1.	<i>La función de los mercados de valores.....</i>	<i>13</i>
1.2.2.	<i>La articulación práctica de la intervención regulatoria.....</i>	<i>14</i>
2.	TAXONOMÍA DE LOS MERCADOS DE VALORES Y LOS CENTROS DE NEGOCIACIÓN ESPECIALIZADOS EN PYMES	16
2.1.	CENTROS DE NEGOCIACIÓN EN LA UE	16
2.1.1.	<i>El régimen de la Directiva MiFID II.....</i>	<i>16</i>
2.1.2.	<i>La regla de concentración.....</i>	<i>18</i>
2.2.	LAS PYMES EN EL DERECHO EUROPEO DEL MERCADO DE VALORES	19
2.2.1.	<i>La necesidad de una definición única de pyme como punto de partida. 19</i>	
2.3.	LOS MERCADOS PYME EN EXPANSIÓN	22
2.3.1.	<i>El necesario replanteamiento de los mercados pyme en expansión: hacia un mercado verdaderamente para pymes.....</i>	<i>22</i>
2.3.2.	<i>La fragmentación de los mercados pyme en expansión: la necesidad de un mercado paneuropeo</i>	<i>24</i>

CAPÍTULO II. ACCESO DE LAS PYMES A LOS MERCADOS ESPAÑOLES. LA NECESIDAD DE UNA PUERTA DE ENTRADA ADECUADA..... 27

1.	LAS FORMAS DE ACCESO AL MERCADO DE VALORES	27
2.	LOS REQUISITOS DE IDONEIDAD EN LA ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN .	30
2.1.	LAS FUENTES	30
2.2.	ESTUDIO DE LOS REQUISITOS DE ADMISIÓN.....	32
2.2.1.	<i>Idoneidad del emisor.....</i>	<i>32</i>
2.2.2.	<i>Idoneidad de los valores.....</i>	<i>35</i>

3.	EL PROBLEMA DEL CONTROL Y LA PROPUESTA DE ESTRUCTURAS ACCIONARIAS DE VOTO MÚLTIPLE	39
3.1.	LA PROBLEMÁTICA DE LAS ESTRUCTURAS DE VOTO MÚLTIPLE.....	39
3.1.1.	<i>La cuestión del control societario en el Listing Act</i>	39
3.1.2.	<i>El fundamento del principio de proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto</i>	40
3.2.	RIESGOS Y BENEFICIOS DE LA RUPTURA DE LA PROPORCIONALIDAD	42
3.2.1.	<i>Argumentos contrarios a las estructuras de voto múltiple.....</i>	42
3.2.2.	<i>Argumentos favorables a las estructuras de voto múltiple.....</i>	43
3.3.	LA EXPERIENCIA DEL REINO UNIDO INCORPORANDO LA POSIBILIDAD DE ACCIONES CON DISTINTOS DERECHOS DE VOTO EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS.....	44
3.4.	LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA	45

CAPÍTULO III. LOS DEBERES DE INFORMACIÓN Y EL RÉGIMEN DEL FOLLETO.....

	49
1.	LA DIVULGACIÓN OBLIGATORIA DE INFORMACIÓN	49
1.1.	FUNDAMENTO.....	49
1.1.1.	<i>Asimetría informativa y selección adversa.....</i>	49
1.1.2.	<i>Problema de agencia</i>	50
2.	EL VIGENTE RÉGIMEN DEL FOLLETO.....	51
2.1.	EVOLUCIÓN NORMATIVA E INTENTOS DE ATAJAR EL PROBLEMA DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES	51
2.2.	LA OBLIGACIÓN DE PUBLICAR UN FOLLETO	52
3.	LOS RÉGIMENES SIMPLIFICADOS PARA PYMES	53
3.1.	EL FOLLETO DE LA UNIÓN DE CRECIMIENTO.....	53
3.2.	EL DOCUMENTO DE EMISIÓN DE LA UNIÓN DE CRECIMIENTO.....	55
4.	PROPUESTA DE REFORMA: LA RESPONSABILIDAD DE LOS <i>GATEKEEPERS</i> COMO COMPLEMENTO NECESARIO DE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN.....	57
4.1.	INSUFICIENCIA DE LA DIVULGACIÓN INICIAL EN EL CASO DE LAS PYMES.....	57

4.2.	EL <i>PRIVATE ENFORCEMENT</i> COMO COMPLEMENTO DE LOS DEBERES DE INFORMACIÓN.....	59
4.3.	LA RESPONSABILIDAD DERIVADA DEL FOLLETO EN EL DERECHO EUROPEO.....	61
4.3.2.	<i>Responsables de la información contenida en el folleto</i>	63
4.3.3.	<i>Elementos determinantes de la responsabilidad</i>	64
4.4.	LA NECESIDAD DE CONTAR CON UN RÉGIMEN EUROPEO ÚNICO DE RESPONSABILIDAD DERIVADA DEL FOLLETO.....	66
	CONCLUSIONES	69
	BIBLIOGRAFÍA	73
1.	LEGISLACIÓN.....	73
1.1.	NORMAS DE LA UNIÓN EUROPEA.....	73
1.2.	LEGISLACIÓN ESPAÑOLA.....	74
1.3.	NORMAS DEL ORGANISMO RECTOR DEL MERCADO.....	75
1.4.	OTROS DOCUMENTOS OFICIALES	76
2.	OBRAS DOCTRINALES	78
3.	RECURSOS DE INTERNET.....	88

LISTADO DE ABREVIATURAS

AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DEUC	Documento de emisión de la unión de crecimiento
Directiva del Folleto	Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003
Directiva MiFID I	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004
Directiva MiFID II	Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014
ESI	Empresas de servicios de inversión
LME	Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea.
LMV	Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
OPS	Oferta pública de suscripción

OPV	Oferta pública de venta
pymes	Pequeñas y medianas empresas
Reglamento de Abuso de Mercado	Reglamento (UE) N.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014
Reglamento del Folleto	Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017
Reglamento Delegado	Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016
Reglamento MiFIR	Reglamento (UE) N.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014
SOC	Sistemas organizados de contratación
SMN	Sistemas multilaterales de negociación
S.A.	Sociedad anónima
S.L.	Sociedad de responsabilidad limitada
SPAC	Sociedad cotizada con propósito para la adquisición
UE	Unión Europea

CAPÍTULO I. EL PROBLEMA DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES, LOS MERCADOS DE VALORES Y LA JUSTIFICACIÓN DE SU REGULACIÓN

1. PLANTEAMIENTO

1.1. El problema de financiación de las pymes y contextualización del estudio

Las pequeñas y medianas empresas son vitales para la economía de la Unión Europea. Estas empresas constituyen el núcleo de su tejido empresarial, desempeñan un papel crucial en la innovación y el crecimiento y generan dos tercios de todo el empleo privado de la UE y más de la mitad del total del valor añadido bruto producido en ella¹. A pesar de su importancia, su integración en los mercados de capital es escasa en comparación con la observada fuera de sus fronteras. Mientras que en EEUU o Japón el capital cotizado en los mercados representa un 170% y un 120% del PIB respectivamente, en la UE esta cifra apenas alcanza el 68% del PIB². Ello se traduce en una excesiva dependencia de las pymes europeas de la financiación bancaria, limitando su potencial de crecimiento y situándolas en una posición de vulnerabilidad ante restricciones crediticias³.

En el campo jurídico, el primer debate que surge entorno a los mercados de valores es si estos deben o no ser regulados. Es decir, si los poderes públicos deben intervenir mediante la fijación de normas de carácter imperativo o si por el contrario debe permitirse que los mercados actúen guiados por la mano invisible de la libre competencia. La doctrina comúnmente considera que el punto de partida teórico ha de ser la no intervención, pero que la propensión de los mercados financieros al fallo justifica con

¹ DI BELLA, L. *et al.*, “Annual Report on European SMEs 2022/2023”, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo, 2023, p. 10 (disponible en <https://data.europa.eu/doi/10.2760/028705>; última consulta 05/06/2024).

² BHATIA, A. V. *et al.*, “A Capital Market Union for Europe”, *IMF Staff Discussion Notes*, n.º 7, 2019, p. 5 (disponible en bit.ly/4c91OPU; última consulta, 05/06/2024).

³ WEHINGER, G., “SMEs and the Credit Crunch: Current Financing Difficulties, Policy Measures and a Review of Literature”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, n.º 2, 2013, p. 12 (disponible en <https://www.oecd.org/finance/SMEs-Credit-Crunch-Financing-Difficulties.pdf>; última consulta, 05/06/2024).

frecuencia su regulación⁴. Así, el debate habitualmente gira en torno a la forma en que los mercados deben ser regulados, asumiéndose la necesidad de una cierta intervención⁵.

En este contexto, el artículo 33.9 de la Directiva MiFID II instruyó a la Comisión a constituir un grupo de expertos con el mandato de elaborar un informe sobre la situación de las pymes en los mercados financieros, así como para formular las propuestas y recomendaciones necesarias para dinamizar su funcionamiento. Las conclusiones de dicho informe revelaron que la falta de acceso de las pymes a los mercados y la correlativa sobrerrepresentación de la deuda bancaria en sus estructuras de capital obedecen a un fallo de mercado merecedor de la intervención pública⁶.

Este trabajo aborda el estudio de la regulación de los mercados de valores prestando especial atención a las propuestas de reforma que desde la Comisión Europea y la doctrina vienen formulándose para reducir la histórica dependencia que las pymes europeas tienen de la financiación bancaria. Para ello, se evaluarán los principales aspectos normativos que dificultan el acceso de estas empresas a los mercados financieros.

En particular, el estudio se centrará en los mercados de valores como especie, junto con el mercado de crédito y el de seguros, de los mercados financieros. Estos mercados, contrapuestos a los reales, son aquellos en lo que se negocian derechos económicos y políticos incorporados a valores o instrumentos financieros, y no bienes o servicios directamente consumibles⁷.

Aunque todos los mercados financieros proporcionan vías de canalización del ahorro a la inversión, las especificidades del contrato de seguros hacen preferible mantener la autonomía del derecho de seguros respecto del derecho de los mercados financieros⁸. Asimismo, el carácter indirecto de los mecanismos de asignación de recursos

⁴ ARMOUR, J. *et al.*, *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016, pp. 115 y ss.

⁵ PARTNOY, F., “Financial Systems, Crises, and Regulation” en MOLONEY, N. *et al.*, (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, pp. 69 y ss.

⁶ FERNÁNDEZ, E. *et al.*, “Empowering EU Capital Markets: Making listing cool again”, *Final report of the Technical Expert Stakeholder Group on SMEs*, 2021, pp. 15 y ss. (disponible en https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-05/210525-report-tesg-cmu-smes_en.pdf; última consulta, 27/02/2024).

⁷ RECALDE CASTELLS, A., “Acotación del derecho de los mercados de ‘valores’ y de ‘instrumentos financieros’ en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 118, 2010, p. 20.

⁸ Sobre la autonomía y fundamento del seguro *vid.* STIGLITZ, R. S., *Derecho de Seguros*, 3.ª ed., Tomo I, Buenos Aires, 2001, pp. 21-36; y VEIGA COPO, A. B., *Tratado del Contrato de Seguro*, 4.ª ed.,

del mercado de crédito hace preferible el estudio de la financiación de las pymes en los mercados desde la perspectiva del mercado de valores. En este, son los propios inversores quienes de forma directa asignan sus recursos en base a su propia aversión al riesgo y la capacidad que estimen en cada demandante de financiación para generar retornos.

Finalmente, entre los mercados de valores, se atenderá fundamentalmente a los de renta variable, tradicionalmente considerados la última etapa en el proceso de crecimiento y apertura de la sociedad. En ellos se negocia fundamentalmente sobre acciones que, como parte alícuota del capital social, otorgan a los socios derechos económicos y políticos⁹.

1.2. Los objetivos de la intervención regulatoria y su articulación práctica

La regulación ha de dirigirse a la corrección de posibles alteraciones en la actividad de los mercados, asegurando que estos desempeñan adecuadamente sus funciones. Sin embargo, ocurre que con frecuencia la intervención en garantía de alguna de estas funciones merma el desempeño de las demás o perjudica otros intereses cuya protección justifica a su vez la intervención regulatoria, de manera que forma en la que articular la intervención no resulta evidente¹⁰.

1.2.1. La función de los mercados de valores

La primera función de todo mercado es la de casar los intereses dispersos de compradores y vendedores garantizando una asignación eficiente de los recursos escasos¹¹. El legislador no es ajeno a esta cuestión y así en el preámbulo de la Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión reconoce que los mercados financieros cumplen “*una función esencial en la asignación de recursos financieros a los*

Parte Primera, Cizur Menor, ed. digital, 2016, apartado 1.6, que atribuye al seguro tres funciones: económico financiera, de garantía y social.

⁹ MARIÑO GARRIDO, T., “Los mercados de valores”, en CAMPUZANO LAGUILLO, A. B. *et al.* (dirs.), *Los mercados financieros*, Valencia, 2017, p. 370.

¹⁰ MOLONEY, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 4.^a ed., Oxford, 2023, pp. 4-5.

¹¹ LARA GONZÁLEZ, R. y CASIMIRO ITURRI, L. M., “La contratación en el mercado primario” en CAMPUZANO LAGUILLO, A. B. *et al.* (dirs.), *Los mercados financieros*, 2.^a ed., Valencia, 2017, p. 739.

sectores económicos, la inversión en activos productivos, el fomento del ahorro público [...]”.

En segundo lugar, los mercados de valores desempeñan una función de descubrimiento de precios. Los mercados son mecanismos de agregación de la información manifestada por compradores y vendedores al emitir sus órdenes y que se sintetiza en los precios de cotización¹². El legislador reconoce la importancia de esta función, por ejemplo, en los considerandos del Reglamento MiFIR al justificar ciertas normas en materia de negociación en la necesidad de “*de evitar cualquier repercusión negativa en el proceso de formación de precios*”¹³.

El deficiente funcionamiento de los mecanismos de descubrimiento de precios en el caso de las pymes es en gran medida causa de sus problemas de financiación, pues los inversores serán reacios a invertir en ellas ante el riesgo de que el precio de cotización no refleje fielmente su valor¹⁴.

1.2.2. La articulación práctica de la intervención regulatoria

En el año 2015 la Comisión Europea elaboró un Plan de Acción que aspiraba a que “*las pymes puedan captar financiación tan fácilmente como las grandes empresas*”¹⁵. Tras varias rondas de consultas con expertos el Plan de Acción fue reformulado en 2020, situando el foco del problema de financiación de las pymes en el acceso inicial a los mercados y proponiendo la adopción del llamado *Listing Act* que pretende racionalizar el régimen de cotización para las pymes, garantizando simultáneamente un nivel adecuado de protección para los inversores y la integridad del mercado.

En lo que a la financiación de las pymes se refiere, el *Listing Act* presta especial atención a aquellos aspectos del ordenamiento que puedan estar impidiendo *de facto* el acceso al mercado de estas empresas. Estas cuestiones incluyen, por un lado, las regulaciones de entrada y el riesgo de pérdida de control sobre la sociedad, aspectos que

¹² LANGEVOORT, D. C., “Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 140, n.º 3, p. 872.

¹³ Sobre la eficiencia informacional de los mercados, *cf.* FAMA, E. F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, vol. 25, n.º 2, 1970, pp. 383-417.

¹⁴ ARMOUR, J. *et al.*, *Principles of financial...*, *op. cit.*, pp. 185-186.

¹⁵ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico Social y al Comité de las Regiones: Plan de acción para la creación de un mercado de capitales, p. 5.

se tratan en el Capítulo II, y, por otro lado, los deberes de información como mecanismo para resolver la asimetría informativa, abordados en el Capítulo III.

Las regulaciones de entrada son aquellos requisitos que entidades e individuos deben reunir para participar en el mercado de valores. En este sentido, la LMV define requisitos de admisión a negociación, generalmente en transposición de normas de derecho europeo, pudiendo el ente regulador de cada mercado establecer también los suyos propios. En todo caso, el emisor habrá de adoptar la forma de sociedad anónima y por ello mantener la proporcionalidad entre valor nominal y el derecho de voto. El *Listing Act* aborda el riesgo de que ello desincentive el acceso a los mercados a través de una propuesta de directiva para la introducción de estructuras de voto múltiple en la UE.

En segundo término, el *Listing Act* identifica entre las causas que dificultan el acceso de las pymes a los mercados la onerosidad de los deberes de información inicial, concretados en la obligación de publicar un folleto¹⁶. Con ello se reduce la asimetría informativa garantizando así la eficiente formación de precios en el mercado y la protección del inversor¹⁷. Esta doble finalidad se reconoce en el Reglamento del folleto cuyo considerando séptimo formula el objetivo de garantizar “*la protección del inversor y la eficiencia del mercado*”.

La suficiencia de los deberes de información como medio para atajar la asimetría de información ha sido, sin embargo, cuestionada en los últimos años. Esto es particularmente cierto en el caso de las pymes, sometidas a un menor escrutinio de los inversores institucionales y afectadas por una menor liquidez en la negociación de sus valores. Estas circunstancias se traducen en un deficiente funcionamiento de los mecanismos de descubrimiento de precios que obliga a reevaluar el régimen de información inicial a través del folleto de emisión en el caso de las pymes.

¹⁶ SERGAKIS, K., *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, Londres, 2018, p. 53.

¹⁷ CUNNINGHAM, L. A., “Capital Market Theory, Mandatory Disclosure, and Price Discovery”, *Washington and Lee Law Review*, vol. 51, n.º 3, 1994, pp. 860 y ss.

2. TAXONOMÍA DE LOS MERCADOS DE VALORES Y LOS CENTROS DE NEGOCIACIÓN ESPECIALIZADOS EN PYMES

2.1. Centros de negociación en la UE

2.1.1. El régimen de la Directiva MiFID II

La estructura de los mercados financieros introducida por la Directiva MiFID ha sido en gran medida respetada por MiFID II, distinguiendo tres tipos principales de plataformas de negociación: mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación y los sistemas organizados de contratación. A ellos ha de añadirse la figura del internalizador sistemático. El fundamento de la distinción es la necesidad de adaptar la normativa al diferente grado de formalización de cada entorno de negociación y la naturaleza de los instrumentos que en ellos se negocian¹⁸. La comprensión de esta estructura es fundamental para el análisis de las normas que regulan el acceso de las pymes a los mercados de valores.

La Directiva MiFID II define cada uno de estos centros a partir de unas notas comunes y ciertos elementos diferenciales. Así, los tres son “sistemas multilaterales” entendidos como mecanismos de interacción entre compradores y vendedores para casar sus intereses dando lugar a contratos.

Los mercados regulados y los SMN se rigen por normas estandarizadas y no discrecionales, garantizando la generación transparente y neutra de contratos que no favorecen a ningún miembro del mercado en particular¹⁹. Estas normas afectan a todos los ámbitos de la operativa del mercado, desde la admisión, suspensión o exclusión de cotización hasta las reglas de registro, compensación y liquidación. Lo fundamental es que los mercados regulados y los SMN han de ser neutrales, razón por la que tienen prohibido operar por cuenta propia²⁰.

¹⁸ MONTERO CÓRDOBA, L., “La estructura de los mercados de instrumentos financieros de la Unión Europea tras la aplicación de MiFID II-MiFIR”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 22, ed. digital, 2018.

¹⁹ TAPIA HERMIDA, A. J., “La reforma de los sistemas multilaterales de negociación por la Ley 5/2015: Consecuencias del escándalo Gowex”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense*, n.º 102, 2016, pp. 16 y ss. (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6799388>; última consulta, 27/02/2024).

²⁰ ARMOUR, J. *et al.*, “Investor Choice in Global Securities Markets”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 371, 2017, pp. 20-21 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3047734>; última consulta, 27/02/2024).

La principal diferencia entre los mercados regulados y los SMN radica en el distinto enfoque de su regulación. En los mercados regulados lo fundamental es el correcto funcionamiento del mercado y por ello se presta especial interés a la transparencia informativa y la protección del inversor. Los SMN, en cambio, se configuran como entornos más flexibles en los que la negociación de instrumentos financieros es solo uno de los varios servicios que puede ofrecer la empresa de servicios de inversión que rige el mercado²¹. Por ello, los mercados regulados estarán gobernados por un organismo rector del mercado, mientras que los SMN pueden estarlo también por una ESI.

Sin embargo, la respuesta a las deficiencias de los mercados puestas de manifiesto por la crisis financiera de 2008 fue un incremento de la rigidez del marco normativo, favoreciendo la convergencia en la regulación de los mercados regulados y de los SMN²². Esta progresiva asimilación pretendía corregir la ventaja competitiva y el “campo de juego desigual” creado por la mayor flexibilidad de los SMN²³. La tesis de este trabajo, sin embargo, es que mantener un distinto enfoque en la regulación de ambas clases de centro de negociación es fundamental para articular un ecosistema de mercado capaz de dar respuesta a las particulares necesidades de las pymes.

Por otra parte, la Directiva MiFID II introduce la figura de los mercados pyme en expansión como subcategoría de SMN a los que aplicar un régimen proporcionado y flexible especialmente diseñado para pymes emergentes necesitadas de financiación²⁴. Este régimen es facultativo tanto para el centro de negociación como para las pymes, pues estas no quedan obligadas a emitir y solicitar la admisión a negociación de sus instrumentos en estos mercados, pudiendo optar por cualquier otro. En cualquier caso, la configuración actual de estos mercados agudiza el problema de la competencia desigual, pues emisores que no son pymes también pueden solicitar su admisión a negociación en ellos, beneficiándose de un régimen dirigido a emisores de menor tamaño.

²¹ CLAUSEN, N. J., y SØRENSEN, K. E., “Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II – Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?”, *Nordic & European Company Law Review*, vol. 9, n.º 3, 2012, p. 281.

²² POLIDORO, L., “MiFID II Key Reforms, Opportunities, and Limitations: From a Compliance to a Business Challenge”, en TOFAN, M. *et al.* (eds.), *The Proceedings of the International Conference on European Financial Regulation*, EUFIRE, Iași, 2017, pp. 123 y ss.

²³ CLAUSEN, N. J., y SØRENSEN, K. E., “Reforming the Regulation...”, *op. cit.*, p. 282.

²⁴ COMANA, M. *et al.*, *The MiFID II Framework: How the New Standards are Reshaping the Investment Industry*, Cham, 2019, p. 35.

En España, el principal SMN de renta variable es BME MTF Equity, antes conocido como Mercado Alternativo Bursátil, cuyo segmento BME Growth está registrado como mercado pyme en expansión. Adicionalmente, en 2023 se anunció BME Scaleup, un SMN diseñado para financiar empresas con un plan de negocio probado y en rápido crecimiento que no cumplen con los requisitos de admisión a BME Growth. Este nuevo mercado, una vez operativo, pretende introducir un nuevo escalón entre el entorno premercado y BME Growth, adelantando el acceso a los mercados de capital. No obstante, su laxa regulación lo hace adecuado solo para inversores especializados, debiendo mantenerse el foco del trabajo en BME Growth.

La tercera clase de centro de negociación, los sistemas organizados de contratación se definen por exclusión como aquellos sistemas multilaterales que no son ni mercado regulado ni SMN. Su finalidad es atraer al ámbito de MiFID II la negociación de instrumentos como bonos, obligaciones o derivados que, pese a estar estandarizados, se negociaban *over-the-counter*²⁵. Finalmente, se recoge la figura de los internalizadores sistemáticos, ESI pudiendo actuar por cuenta propia ejecutan *over-the-counter* operaciones de sus clientes y cuya finalidad es facilitar la supervisión de tales operaciones²⁶.

2.1.2. La regla de concentración

La primera Directiva MiFID supuso la abolición de la regla de concentración que hasta entonces había regido en el derecho del mercado de valores continental y que otorgaba a las bolsas y mercados regulados el monopolio en la negociación de valores y, en particular, de acciones²⁷. Se optó entonces por el sistema anglosajón de libertad de elección de centro de negociación favoreciendo la competencia entre mercados de distinta clase.

A consecuencia de ello, sin embargo, proliferaron los *dark pools*, sistemas de negociación privados que permiten a los inversores realizar operaciones sobre

²⁵ BUSCH, D., “MiFID II and MiFIR: Stricter Rules for the EU Financial Markets”, *Law and Financial Markets Review*, vol. 11, n.º 2-3, 2017, p. 130.

²⁶ FISCHER, A., y MURPHY, D., “MiFID II and the Relationship Between Public Markets and Systematic Internalisers”, *Journal of Securities Operations & Custody*, vol. 9, n.º 4, 2017, p. 335.

²⁷ RECALDE CASTELLS, A., “Crisis y eficacia de los controles sobre los mercados financieros. Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, n.º 14, 2010, pp. 133.

instrumentos financieros sin transparencia precontractual perjudicando la correcta formación de precios en perjuicio de inversores minoristas²⁸. Por este motivo, el Reglamento MiFIR reintrodujo una regla de concentración mitigada según la cual las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un SMN realizadas por ESI deben llevarse a cabo en alguno de aquellos centros o bien, con determinadas condiciones, a través de un IS²⁹.

Todo lo anterior determina que el estudio de la financiación de las pymes en los mercados de valores deba enfocarse al ámbito de los mercados regulados, de los SMN y, muy especialmente, en los SMN registrados como mercados pyme en expansión.

2.2. Las pymes en el derecho europeo del mercado de valores

2.2.1. La necesidad de una definición única de pyme como punto de partida

El esfuerzo de las autoridades europeas en crear un marco regulatorio que favorezca la viabilidad de los mercados de valores como alternativa de financiación para las pymes se ha traducido en un amplio abanico de excepciones al régimen general de emisión y negociación de instrumentos financieros. Por ello, la definición del concepto de pyme resulta esencial en la regulación del mercado de valores y, sin embargo, desde el derecho de la Unión Europea, la cuestión no ha sido abordada satisfactoriamente³⁰.

La Directiva MiFID II define las pymes, “*a los efectos de la presente Directiva*” como aquellas “*empresas con una capitalización de mercado media inferior a 200.000.000 EUR sobre la base de las cotizaciones de fin de año durante los tres años anteriores*”. En términos cuantitativos, esta definición es en exceso restrictiva,

²⁸ PETRESCU, M. y WEDOW, M., “Dark Pools in European Equity Markets: Emergence, Competition, and Implications”, *European Central Bank Occasional Paper*, n.º 183, 2017, pp. 12-13 (disponible en <https://doi.org/10.2866/555710>; última consulta, 27/02/2024).

²⁹ BUSCH, D., “MiFID II and MiFIR...”, *op. cit.*, p. 135.

³⁰ ALLOTTI, V. *et al.*, “How (More) Equity Financing for SMEs Can Become Reality”, *European Capital Markets Institute Report*, 2021, p. 9 (disponible en https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2021/02/how_more_equity_financing_for_smes_can_become_reality-1.pdf; última consulta 31/03/2024).

excluyendo del régimen especial a un buen número de sociedades cuyas características, las hacen especialmente merecedoras del mismo³¹.

La definición es también criticable desde el punto de vista técnico. Por un lado, la referencia a los tres años anteriores obvia las empresas de nueva creación, como las *startups*, empresas de una importancia fundamental en estos tiempos dado el auge del emprendedurismo y por ser, quizás, el destinatario clave de la necesidad de financiación para arrancar sus proyectos³². Además, una definición de pyme basada exclusivamente en la capitalización de mercado excluye a aquellas empresas que solo emiten instrumentos de deuda.

Estas cuestiones tuvieron que ser objeto de clarificación por medio de un Reglamento Delegado que en sus considerandos insiste en la necesidad de abordar esta definición desde un “enfoque flexible”. Así, el artículo 77 del Reglamento Delegado precisa que el requisito de capitalización se medirá con referencia al precio de la acción al cierre del primer día de negociación, tras el primer año, o la media de los precios de cierre durante los dos o tres primeros años, en función del tiempo que las acciones hayan estado admitidas a negociación. En cuanto a los emisores de deuda, el Reglamento Delegado inicialmente remitía a la definición de pyme del Reglamento del Folleto, en exceso restrictiva y que por ello ha sido reemplazada por la condición de que las emisiones de deuda anuales no excedan de 50 millones de euros³³.

Más grave resulta la fragmentación del concepto de pyme, término sobre el que no existe una única definición y que, con frecuencia, abarca realidades que poco tienen en común³⁴. Así, lo que ha de entenderse por pyme diferirá en cada uno de los ámbitos del derecho del mercado de valores tanto en los aspectos cualitativos —métricas empleadas

³¹ PIETRANCOSTA, A., “Recent Initiatives in Favor of Listed and Nonlisted Small and Medium-Sized Enterprises: A Legal Perspective”, en ALLEN, F. *et al.* (eds.), *Capital Markets Union and Beyond*, Cambridge, 2019, p. 176.

³² PERRONE, A., “Small and Medium Enterprises Growth Markets”, en BUSCH, D., *et al.* (eds.), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2010, párr. 12.09.

³³ LANNOO, K. y THOMADAKIS, A., “Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan”, *CEPS-ECMI Task Force Report*, Centro Europeo de Estudios Políticos y Sociales, 2019, p. 27 (disponible en <https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2019/07/Rebranding-Capital-Markets-Union.pdf>; última consulta 02/04/2024).

³⁴ SCHAMMO, P., “Capital Markets and Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs): A Preliminary Assessment”, en ALLEN, F. *et al.* (eds.), *The New Financial Architecture in the Eurozone*, Florencia, 2015, p. 153.

en la definición— como cuantitativos³⁵. En este sentido, el Reglamento sobre Fondos de Inversión a Largo Plazo abarca las empresas con una capitalización de mercado inferior a 500 millones de euros, frente a los 200 millones de euros de MiFID II. El Reglamento del Folleto ofrece una definición de pyme basada en indicadores financieros y de personal³⁶. Además, contribuyendo a la confusión, este Reglamento permite a las empresas que, no siendo pymes, tengan una capitalización de mercado inferior a 500 millones de euros, optar por la elaboración del denominado “*folleto de la unión de crecimiento*” diseñado para las empresas que pretenden negociar sus instrumentos en mercados de pymes en expansión.

La ausencia de una regulación unificada resulta problemática, pues con frecuencia da lugar a que una misma sociedad se vea sujeta simultáneamente a normas específicamente diseñadas para pymes en algunos ámbitos y al régimen general en otros. Esta situación impide la aplicación coherente y sistemática de las normas del mercado de valores a las pymes y aumenta su carga regulatoria y administrativa. Además, perjudica la seguridad jurídica y la previsibilidad para los inversores que, como contraparte de la pyme emisora en el mercado primario tendrán mayores dificultades para identificar el régimen jurídico aplicable. Es por ello por lo que el primer paso en la articulación de un marco normativo favorable al acceso de las pymes a los mercados ha de ser la unificación del concepto de pyme en todos los ámbitos del derecho del mercado de valores.

Una definición adecuada ha de atender fundamentalmente a la capitalización de mercado, en los términos de la Directiva MiFID II, si bien incrementando sus importes. En este sentido, el informe del grupo de expertos técnicos encargado por la Comisión y consultado al respecto propuso sustituir el concepto de pyme en la regulación del mercado de valores por el de “*empresa de pequeña y mediana capitalización*”, entendiéndose por tal toda empresa cuya capitalización de mercado no supere los 1.000 millones de euros³⁷. Ello lograría superar el problema de la disparidad de definiciones en el régimen actual y

³⁵ KALLS, S., “The Promotion of Small and Medium-Sized Companies Acting as a Catalyst for European Capital Markets Law?”, en ALLEN, F., *et al.* (eds.), *Capital Markets Union and Beyond*, Cambridge, 2019, p. 162.

³⁶ En particular, son pymes a estos efectos, además de las empresas que lo sean con arreglo a MiFID II, las que reúnan dos de tres requisitos: i) número medio de trabajadores en el ejercicio inferior a 250, ii) balance inferior a 43 millones de euros, iii) un volumen de negocios neto anual que no exceda de 50 millones de euros.

³⁷ FERNÁNDEZ, E. *et al.*, “Empowering EU Capital...”, *op. cit.*, p. 19.

evitar la confusión entre las pymes de menor tamaño y aquellas empresas cuyo acceso al mercado de valores se pretende fomentar.

2.3. Los mercados pyme en expansión

Los creación de los mercados pyme en expansión estuvo inspirada por dos principios fundamentales que se articularon a la vez como objetivos del nuevo régimen. En primer término, que la admisión a negociación en estos mercados otorgara una suerte de “sello de calidad” a las pymes que accedían a ellos³⁸. En segundo lugar, el establecimiento de hecho de un régimen jurídico *ad hoc* cuyas obligaciones estuvieran en proporción al menor tamaño de estos emisores.

De esta forma, la cotización de las pymes en unos mercados cuya regulación habría de atender prioritariamente las particulares necesidades de estas empresas pretendía dotar a estas de una ventaja reputacional que despertara la confianza de los inversores y mejorara su capacidad de financiación³⁹. Sin embargo, la deficiente definición de estos mercados y una regulación fragmentaria de los mismos ha impedido la materialización de ambos principios.

2.3.1. El necesario replanteamiento de los mercados pyme en expansión: hacia un mercado verdaderamente para pymes

La Directiva MiFID II permite solicitar el registro como mercado pyme en expansión a los SMN que cumplan una serie de requisitos, a mayor parte de los cuales no resultan problemáticos (*v. gr.*, adoptar normas de protección del inversor, definir requisitos de admisión a negociación adecuados o establecer deberes de información inicial y continuada proporcionados). Resulta criticable, sin embargo, el requisito de carácter cuantitativo: para registrarse como mercado pyme en expansión al menos el 50% de los emisores cuyos valores se negocien en el SMN han de ser pymes.

De esta forma, un SMN podrá obtener el estatus de mercado pyme en expansión aun cuando la mitad de los emisores de ese mercado no sean pymes, beneficiándose estos de una menor regulación cuya finalidad es favorecer la financiación de emisores de menor

³⁸ Commission Staff Working Paper Impact Assessment, SEC(2011) 1227, p. 37.

³⁹ PERRONE, A., “Small and Medium ...”, *op. cit.*, párr. 12.05.

tamaño⁴⁰. Más aún, solo se procederá a la exclusión del registro de un SMN como mercado pyme en expansión cuando el incumplimiento de este requisito de produzca de manera continuada durante 3 años naturales consecutivos. Para periodos de tiempo inferiores el ente rector ni siquiera está obligado a hacer público el incumplimiento⁴¹.

La permisividad en la definición de los requisitos para solicitar el registro como mercado pyme en expansión podía resultar razonable en el momento en que la Directiva MiFID II entró en vigor, pues lo contrario habría supuesto excluir de este régimen a mercados ya existentes y especializados *de facto* en pymes, como Alternext o el Mercado Alternativo Bursátil, dado que muchas de sus empresas superaban el umbral de los 200 millones de euros de capitalización⁴².

En la actualidad, sin embargo, tales medidas no están justificadas. La laxitud en la regulación de la composición de los mercados pyme en expansión perjudica a las pymes al restarles visibilidad —afectando negativamente a la liquidez de sus valores— y al impedir el desarrollo de normas que atiendan específicamente a sus necesidades. A diferencia de los mercados regulados, los mercados pyme en expansión gozan de gran autonomía en la definición de las reglas por las que se rigen. En este sentido, la presencia de emisores de mayor tamaño en estos mercados y el carácter proporcional de las tarifas cobradas por el ente rector hacen que una parte relevante de sus ingresos provenga de estas empresas y no de las pymes, reduciendo los incentivos para crear normas que favorezcan la financiación de las últimas.

Algunas propuestas de reforma se han dirigido precisamente a restringir el acceso de empresas de mayor tamaño a los mercados pyme en expansión, por ejemplo, reduciendo el porcentaje del 50%. Se han propuesto también soluciones *ad hoc* en cada Estado miembro, restringiendo el acceso a los emisores que superen un determinado percentil de capitalización de mercado en el Estado del centro de negociación⁴³.

⁴⁰ PIETRANCOSTA, A., “Recent Initiatives in...”, *op. cit.*, pp. 178-179.

⁴¹ AEVM, *Final Report – ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 2014, pp. 345 y ss.

⁴² ENRIQUES, L., “What Should Qualify as a ‘SME Growth Market’?”, *Oxford Business Law Blog* (disponible en <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>; última consulta 31/03/2024).

⁴³ DEMARIGNY, F., “An EU-Listing Small Business Act - Establishing a Proportionate Regulatory and Financial Environment for Small and Medium-sized Issuers Listed in Europe (SMILEs)”, *Research*

Las anteriores propuestas identifican adecuadamente el problema que supone el mestizaje de emisores de distinta capitalización en mercados diseñados exclusivamente para pymes, pero adoptan un enfoque equivocado para resolverlos. Lo coherente con la finalidad perseguida por los mercados pyme en expansión es establecer la condición de pyme como requisito de idoneidad del emisor en estos mercados de tal forma que el acceso a los mismos quede restringido únicamente a los emisores de menor tamaño. Esta reforma, al orientarse a los requisitos de admisión, no afectaría a los emisores cuyos valores ya se negocian en mercados pyme en expansión, evitando que estos puedan ver amenazado el reconocimiento de tal estatus⁴⁴.

El cierre del sistema lo proporcionarían cláusulas como la ya prevista en el artículo 63.7 LMV que obliga a los emisores cuyas acciones se negocien exclusivamente en un SMN a solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado cuando el valor de aquellas exceda de 1.000 millones de euros. Esta reforma habría de ir acompañada con una redefinición del concepto de pyme, elevando los importes máximos de capitalización bursátil y quizá también la cifra de capitalización a partir de la cual un emisor ha de solicitar su admisión a un mercado regulado.

En definitiva, se trata de configurar los mercados pyme en expansión como auténticos centros de negociación dirigidos a facilitar el acceso de las pymes a esta vía de financiación, pero solo transitoriamente. Cumplida la función del mercado pyme en expansión la sociedad debe pasar a cotizar en un SMN ordinario o en un mercado regulado, más adecuados a su nuevo perfil que ya no merece seguir beneficiándose de medidas diseñadas para pymes.

2.3.2. La fragmentación de los mercados pyme en expansión: la necesidad de un mercado paneuropeo

El segundo gran problema de que adolecen los mercados pyme en expansión es la fragmentación de su régimen jurídico. La escasez de las normas de carácter imperativo previstas en la Directiva MiFID II y la amplia autonomía de los mercados pyme en expansión convierten a los Estados miembros y a los entes rectores de cada mercado en

Reports of the European Capital Markets Institute, 2010, pp. 18-19 (disponible en <https://www.ecmi.eu/sites/default/files/eulistingsbaenfinal.pdf>; última consulta 31/03/2024).

⁴⁴ ENRIQUES, L., “What should qualify...”, *op. cit.*

autores del grueso de las normas aplicables⁴⁵. Esta autonomía tiene su origen en la voluntad de que MiFID II no alterara en exceso el funcionamiento de los SMN que *de facto* venían especializándose en pymes. Sin embargo, esta aproximación se ha demostrado insuficiente⁴⁶.

Para que la cotización en estos mercados ofrezca un auténtico sello de calidad son necesarias garantías sobre los emisores que acceden a ellos y sobre el funcionamiento del mercado; no basta con otorgar el calificativo de mercado pyme en expansión⁴⁷. Ello es incompatible con la coexistencia de una treintena de mercados pyme en expansión cada uno de los cuales define sus propios requisitos en materia de admisión, establece su propio régimen de funcionamiento y está sujeto a la supervisión de distintas autoridades nacionales⁴⁸. Además, el elevado número de mercados pyme en expansión eleva los costes fijos y disminuye la liquidez.

Todo lo anterior justificaría la creación de un mercado pyme en expansión paneuropeo, replicando el modelo del NASDAQ en los EE.UU. que ha demostrado que la concentración de la negociación de los instrumentos emitidos por pymes en un único centro de negociación ofrece una fórmula viable para la financiación de estas empresas en el mercado de valores⁴⁹.

La creación de un mercado paneuropeo permitiría que estos centros de negociación se beneficiaran de economías de escala, reduciendo los costes de admisión y funcionamiento. Un mercado especializado en pymes aumentaría significativamente la liquidez al concentrar todas las transacciones en un solo lugar, lo que aseguraría una ejecución más rápida, eficiente y económica de las órdenes, y reduciría la volatilidad de los precios, mitigando el riesgo de liquidez asociado a la inversión en pymes⁵⁰. Además,

⁴⁵ ALVARO, S. *et al.*, “Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI”, *Quaderni giuridici della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, n.º 18, 2018, p.13 (disponible en <https://bit.ly/3wRkHYB>; última consulta 01/04/2024).

⁴⁶ ALLOTTI, V. *et al.*, “How (More) Equity...”, *op. cit.*, pp 8-10.

⁴⁷ PEDERZINI, E. y TONIOLO, A., “SMEs’ Equity Financing: Does Corporate Law Matter”, *European Company Law Journal*, vol. 17, n.º 6, 2020, p. 7.

⁴⁸ MOLONEY, N., “The Legacy Effects of the Financial Crisis on Regulatory Design in the EU”, en FERRAN, E. *et al.* (dirs.), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2012, pp. 180-181.

⁴⁹ KARMEL, S. y BRYON, J., *A Comparison of Small and Medium Sized Enterprises in Europe and in the USA*, Londres, 2002, p. 101.

⁵⁰FENWICK, M., y VERMEULEN, E., “The Effectiveness of Trading Venues in Facilitating Small and Medium-Sized Enterprise Growth: An Examination of Liquidity and Regulatory Oversight”,

la armonización de la regulación facilitaría el acceso de estas empresas a los mercados, proporcionando seguridad jurídica y haciendo más atractiva y sencilla la inversión transfronteriza en pymes de distintos Estados miembros.

Adicionalmente, un mercado paneuropeo mejoraría la visibilidad de las pymes a nivel europeo. Al centralizar las transacciones y operar bajo un marco regulatorio único y un centro de negociación único de gran tamaño, las pymes ganarían visibilidad frente a los emisores de mayor tamaño. Esta mayor visibilidad facilitaría el acceso al capital, atrayendo a un público inversor más amplio que incluyera inversores institucionales, normalmente reacios a la inversión en emisores de menor tamaño.

La oposición de los operadores de los mercados nacionales, con el apoyo de sus respectivos gobiernos, ha sido un obstáculo persistente para la creación de un mercado paneuropeo centralizado para pymes ante el temor a que ello supusiera la pérdida del monopolio que *de facto* ostentan en sus respectivos mercados nacionales⁵¹. Además del estallido de la burbuja *dot-com* y de la falta de un derecho europeo del mercado de valores en aquel momento, esta resistencia fue uno de los principales motivos del fracaso del EASDAQ, embrión de mercado paneuropeo para pymes surgido en la década de 1990⁵².

Así, es necesario que un nuevo mercado paneuropeo para pymes cuente con la promoción y amparo de la Comisión Europea cuya neutralidad y capital político hacen de ella el padrino idóneo para superar las resistencias nacionales. La supervisión de este mercado correspondería a la AEVM, aunque podrían articularse mecanismos de participación de las autoridades nacionales⁵³.

European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law, n.º 768, 2024, pp. 8-12 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4809704>; última consulta, 07/06/2024).

⁵¹ POSNER, E., *The Origins of Europe's New Stock Markets*, Cambridge, 2009, pp. 116 y ss.

⁵² WEBER, S. y POSNER, E., "Creating a Pan-European Equity Market: The Origins of EASDAQ", *Review of International Political Economy*, vol. 7, n.º 4, 2000, pp. 552-556.

⁵³ PERRONE, A., "Small and Medium ...", *op. cit.*, párr. 12.38.

CAPÍTULO II. ACCESO DE LAS PYMES A LOS MERCADOS ESPAÑOLES. LA NECESIDAD DE UNA PUERTA DE ENTRADA ADECUADA

1. LAS FORMAS DE ACCESO AL MERCADO DE VALORES

El proceso de salida a bolsa tiene por finalidad que las acciones de la sociedad emisora comiencen a ser objeto de negociación en un mercado secundario, permitiendo que vendedores y compradores crucen órdenes libre y anónimamente para intercambiar títulos por dinero mediante un sistema transparente de formación de precios⁵⁴. De esta forma, la sociedad experimenta un proceso de apertura —*going public*,— para dar entrada en el capital a nuevos accionistas al tiempo que los fundadores y demás socios obtienen la oportunidad de monetizar su inversión.

El Título III de la LMV, bajo la rúbrica de “mercado primario de valores negociables”, se ocupa de regular las diversas formas mediante las cuales una sociedad puede alcanzar este objetivo. La elección de una de ellas dependerá de las prioridades de los socios y necesidades de la sociedad.

En este sentido, cuando la motivación principal de la salida a bolsa es la captación del ahorro de los inversores para dotar de financiación a la empresa, la técnica apropiada será la oferta pública de suscripción⁵⁵. La OPS tiene lugar en el mercado primario y supone la oferta *ex novo* de acciones fruto de una ampliación de capital para su suscripción o adquisición originaria por los inversores⁵⁶. El resultado es el incremento del patrimonio de la sociedad, la entrada de nuevos inversores y la dilución política de la participación de los accionistas originarios⁵⁷.

En ocasiones, sin embargo, la salida a bolsa no se encuentra justificada en la creciente necesidad de financiación por parte de la sociedad, sino en la voluntad de los

⁵⁴ FARINÓS, J. E. y SANCHIS, V. A., “Factores determinantes de la salida a bolsa en España”, *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas Working Papers*, Serie EC, n.º 3, 2009, pp. 4 y ss. (disponible en <https://bit.ly/3KwhTTT>; última consulta 02/04/2024).

⁵⁵ LARA GONZÁLEZ, R. y CASIMIRO ITURRI, L. M., “La contratación en...”, *op. cit.*, pp. 753-754.

⁵⁶ FERRANDO VILLALBA, M.ª L., “Derecho del mercado de valores”, *Universitat Oberta De Catalunya*, 2016, p. 52 (disponible en bit.ly/3VrP0yc; última consulta 01/04/2024).

⁵⁷ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Contratación del mercado de valores”, en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (dir.), MORALEJO IMBERNÓN, N. y QUICIOS MOLINA, S. (coords.), *Tratado de Contratos*, 3.ª ed., Tomo V, Valencia, 2020, pp. 6169-6172.

accionistas de abandonar la misma, transmitiendo los títulos representativos de su participación en el capital. El mercado secundario permite a los accionistas encontrar compradores para sus acciones, facilitando así su salida de la empresa de manera ordenada y a un precio justo. En estos casos, la salida a bolsa puede realizarse mediante una oferta pública de venta o mediante la admisión a negociación directa⁵⁸.

A través de una OPV los accionistas de la sociedad ofertan al público todas o parte de las acciones de las que son titulares. Con ello se logra una distribución suficiente de las acciones entre el público, lo cual es necesario para su posterior admisión a negociación⁵⁹. La OPV supone así una adquisición derivativa de títulos ya emitidos y, en consecuencia, no da lugar a la captación de ahorro la sociedad⁶⁰. Por este motivo, la OPV es una operación más propia del mercado secundario que del mercado primario. Tanto es así que en la redacción original de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores las OPV se regulaban en el Título IV, dedicado al mercado secundario. Sin embargo, como consecuencia de la transposición de normas europeas y a pesar de su rúbrica, las OPV han pasado a recogerse en el Título III.

Cuando la sociedad no requiere ampliar su capital y las acciones se encuentran suficientemente distribuidas entre el público, la empresa no necesitará recurrir a una oferta pública de valores. En su lugar, podrá solicitar directamente que sus acciones se admitan a negociación en un mercado secundario en lo que se conoce como un *direct listing*⁶¹. En este caso, como diferencia frente a la OPV, los accionistas originarios habrán de esperar a la admisión a negociación para transmitir sus acciones.

La admisión a negociación es una operación que pertenece estrictamente al ámbito de los mercados secundarios y, sin embargo, ha pasado a regularse también en el Título III de la LMV. La razón por la que el legislador ha pretendido regular en un mismo título

⁵⁸ ZAPATA CIRUGEDA, F. J., “Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado regulado”, en URÍA FERNÁNDEZ, F. (coord.), *La regulación del mercado de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, 2021, pp. 383 y ss.

⁵⁹ DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad cotizada”, *Revista de Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 39, 2015, p. 35.

⁶⁰ CONDE VIÑUELAS, F. J., “Las ofertas públicas de venta o suscripción de valores”, en ZUNZUNEGUI PASTOR, F. (coord.), *Derecho bancario y bursátil*, Las Rozas de Madrid, 2012, pp. 181-182.

⁶¹ ZAPATA CIRUGEDA, F. J., “Las Bolsas de Valores. Admisión, suspensión y exclusión de valores a negociación. Los sistemas de contratación”, en MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, J. y ALONSO UREBA, A. (coords.), *Instituciones del mercado financiero*, vol. 7, Madrid, 1999, p. 4405.

las OPS, las OPV y la admisión a negociación es la de dotar de unidad al régimen del folleto⁶². Y ello porque este deberá elaborarse, aprobarse y distribuirse en los tres casos⁶³.

De esta forma, el Título III comienza proclamando el principio de libertad de emisión en virtud del cual no se requiere previa autorización administrativa para la emisión de valores y se reconoce el derecho a realizar la emisión mediante cualesquiera técnicas resulten adecuadas. Ello, sin perjuicio de que la sociedad deba en cada caso cumplir con los requisitos de idoneidad del emisor y de los valores que resulten aplicables y que, en gran medida, son comunes a las tres formas de salida a bolsa.

Finalmente, cabe señalar como vía adicional de salida a bolsa la utilización de una sociedad cotizada con propósito para la adquisición⁶⁴. Se trata de sociedades anónimas cuyas acciones se encuentran admitidas a negociación en un mercado regulado o en un SMN y cuyo objeto social es la identificación de una sociedad generalmente no cotizada para adquirirla, fusionarse con ella o integrarla de alguna otra manera⁶⁵. Su principal ventaja radica en la simplificación y reducción de los costes del proceso de salida a bolsa para la sociedad operativa integrada en la SPAC⁶⁶.

La reciente LMV añade un nuevo capítulo al Título XIV de la Ley de Sociedades de Capital para regular por vez primera en nuestro ordenamiento este tipo de sociedades⁶⁷. Lo hace, sin embargo, en un momento en el que el uso y relevancia de las SPAC se encuentra en decadencia⁶⁸. Además, su atractivo se ve limitado por la previsión de que la CNMV pueda exigir la elaboración de un folleto en las fusiones llevadas a cabo por la

⁶² ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*, 3.ª ed., Madrid, 2005, pp. 215-222.

⁶³ PÉREZ CARRILLO, E. F., “Aproximación a la unificación del régimen jurídico del folleto de oferta pública de venta y admisión a cotización: el nuevo Reglamento (UE) en materia de folletos”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 20, ed. digital, 2017.

⁶⁴ Sobre las SPACs, en general, *cf.*: FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año XL, n.º 163, 2021, pp. 91-156.

⁶⁵ PALÁ LAGUNA, R., “El reconocimiento de las peculiaridades de la SPAC en la proyectada reforma de la Ley de sociedades de capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 62, ed. digital, 2021.

⁶⁶ ALTI SÁNCHEZ-AGUILERA, J. y ALONSO COGOLLOS, C., “Proceso de De-SPAC: algunos apuntes prácticos”, en ORTEGA BURGOS, E. y PASTOR RUIZ, F., *Actualidad mercantil 2022*, Valencia, 2022, p.18.

⁶⁷ FERNÁNDEZ ZURITA, F. J., “Especialidades de la sociedad cotizada”, en CAMPUZANO LAGUILLO, A. B. *et al.* (eds.), *Esquemas de Derecho de las Sociedades de Capital*, 8.ª ed., 2023, p. 678.

⁶⁸ KLAUSNER, M. D. y OHLROGGE, M., “Was the SPAC crash predictable?”, *Yale Journal on Regulation Bulletin*, vol. 40, n.º 101, p. 102.

SPAC aun cuando resulte de aplicación algunas de las exenciones previstas en el Reglamento del Folleto.

2. LOS REQUISITOS DE IDONEIDAD EN LA ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

2.1. Las fuentes

La admisión de valores a negociación ya sea en un mercado regulado o en un SMN, y ya se produzca de manera directa o tras una OPS u OPV, exige que se cumplan ciertos requisitos de elegibilidad referidos al emisor y a los propios valores. Las fuentes en materia de admisión a negociación son, sin embargo, distintas según se pretenda solicitar la admisión a un mercado regulado o a un SMN.

En el primer caso, la especial preocupación del legislador por asegurar la integridad y transparencia informativa de los mercados regulados, a los que dota del más alto nivel de oficialidad, motiva que sea el propio legislador quien defina los requisitos de admisión⁶⁹. Estos requisitos se establecen con carácter mínimo en la Directiva 2001/34/CE, habilitándose a los Estados miembros a imponer condiciones más rigurosas o suplementarias. En el caso del ordenamiento español, el artículo 37.2 LMV delega esta labor al legislador reglamentario con sometimiento a los principios de equidad, orden y eficiencia en la negociación.

El análisis de la Directiva 34/2001/CE y su contraste con nuestro régimen interno conduce a la conclusión de que el legislador español apenas ha hecho uso de aquella facultad. En su lugar, el Real Decreto 814/2023 habilita al organismo rector del mercado a definir sus propias reglas de admisión. Así, los mercados regulados pueden, en ejercicio de su autonomía, fijar requisitos más estrictos para las entidades que deseen cotizar sus valores en ellos⁷⁰.

Esta posibilidad es asumida por los reglamentos de las bolsas españolas que contemplan posibles requisitos adicionales y recogen un listado *numerus apertus* de criterios en los que basar tales requisitos (v. gr. capital social, nivel de *free float* o

⁶⁹ MOLONEY, N., *EU Securities and...*, *op. cit.*, pp. 193-194.

⁷⁰ HAENTIENS, M. y DE GIOIA-CARABELLESE, P., *European Banking and Financial Law*, 2.^a ed., Londres, 2020, pp. 25 y ss.

capitalización bursátil). A partir de tales criterios, el organismo rector del mercado establecerá los requisitos concretos por medio de circulares. Estas reglas, aun siendo aprobadas por un sujeto de derecho privado y careciendo de un sistema de publicidad formal tienen auténtico carácter normativo en tanto son dictadas por el organismo rector por delegación y en el desempeño de funciones de orden público⁷¹.

En el pasado, los organismos rectores hicieron uso de esta facultad. Así, por ejemplo, las Circulares 2/2016 de las Bolsas de Valores exigían, entre otros requisitos, que el emisor dispusiera de un capital social mínimo de 1.202.025 euros sin tener en cuenta la parte del capital correspondiente a participaciones superiores al 25% o un valor estimado mínimo para la admisión a negociación de valores respecto de los que no hubiera existido una oferta pública previa. En la actualidad, sin embargo, las Circulares 1/2021 han suprimido cualquier requisito adicional. Por ello, a pesar de esta larga cadena de delegación normativa, los requisitos para la admisión a negociación en un mercado regulado serán fundamentalmente los dispuestos en la Directiva.

En el caso de los SMN, el régimen de admisión a negociación se construye sobre la concepción de estos mercados como centros de negociación de carácter más flexible, dotados de un menor grado de oficialidad y dirigidos a instrumentos financieros o emisores específicos. Por este motivo, no será el legislador quien defina las reglas de admisión a negociación, sino que únicamente exigirá la adopción de “*criterios adecuados*”, correspondiendo su definición al propio mercado y su supervisión a la autoridad nacional competente⁷².

En consecuencia, mientras que los requisitos de admisión en los mercados regulados se encuentran en gran medida armonizados, los criterios de admisión a un mercado pyme en expansión serán distintos en cada uno de ellos y la suficiencia de los mismos podrá ser evaluada diferentemente en cada Estado miembro⁷³. Si bien algunos participantes de la consulta pública realizada por la AEVM sobre los mercados pyme en expansión valoraron positivamente su no armonización aludiendo a una mejor adaptación

⁷¹ CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del Mercado de Valores*, Tomo I, Madrid, 1992, pp. 493 y ss.

⁷² ANNUNZIATA, F., “The Best of All Possible Worlds? The Access of SMEs to Trading Venues: Freedom, Conditioning, and Gold-Plating”. *European Banking Institute Working Paper Series*, n.º 96, 2021, p. 10 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3865182>; última consulta 03/06/2024).

⁷³ MOLONEY, N., *EU Securities and...*, *op. cit.*, p. 200.

a las necesidades de cada mercado nacional, esta postura no es unánime⁷⁴. En efecto, parte de la doctrina considera que el carácter fragmentario de los requisitos de admisión en cada mercado pyme en expansión y su distinto nivel de exigencia impide la consecución de su principal objetivo: que cotización en un mercado de esta clase otorgue un sello de calidad a la pyme emisora y que este sea reconocible por cualquier inversor en cualquier Estado miembro⁷⁵.

2.2. Estudio de los requisitos de admisión

Los requisitos de admisión a negociación pretenden asegurar la adherencia a las leyes del país de constitución del emisor, la negociabilidad de los valores y establecer condiciones básicas de liquidez en función del tamaño del emisor y la distribución de los valores entre el público⁷⁶. En definitiva, los requisitos de admisión a los mercados pretenden asegurar que estos constituyen un medio adecuado para la financiación de quienes tratan de acceder a ellos. Se trata de asegurar el correcto funcionamiento de mercado y la protección de los inversores.

2.2.1. Idoneidad del emisor

a. Forma societaria

El principal requisito de idoneidad del emisor, común a los mercados regulados y a BME Growth, se encuentra referido a su forma societaria que habrá de ser la de sociedad anónima. Se admite también la negociación de valores emitidos por sociedades extranjeras cuyas notas características permitan su equiparación a la sociedad anónima (*v. gr.* una *public limited company* del Reino Unido). Ello resulta razonable atendiendo al carácter esencialmente cerrado de la sociedad de responsabilidad limitada y a la cierta influencia personalista que le otorga importancia a la persona y condiciones del socio⁷⁷.

⁷⁴ AEVM, *MiFID II Review Report on the Functioning of the Regime for SME Growth Markets*, 2021, p. 16.

⁷⁵ PERRONE, A., “Small and Medium ...”, *op. cit.*, párrs. 12.28, 12.29 y 12.42.

⁷⁶ LÓPEZ BLANCO, E., “Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones”, *Monografías de la CNMV*, n.º 30, 2008, p. 12 (disponible en <https://bit.ly/4aKguDL>; última consulta 02/04/2024).

⁷⁷ LEÓN SANZ, F. J., “Las sociedades de capital”, en GARCÍA-CRUCES, J. A. y SANCHO GARGALLO, I., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Valencia, Tomo I, 2021, pp. 127-130.

La realidad del tráfico económico, sin embargo, demuestra que la mayor parte de las pymes se constituyen como sociedades de responsabilidad limitada. El carácter familiar y una reducida dimensión hacen de la SL, *a priori*, la forma societaria idónea por su mayor flexibilidad, sus menores costes y su carácter cerrado. Esto último se encuentra en evidente contrariedad a la vocación de apertura que supone el acceso a los mercados de valores en los que resulta indispensable que los instrumentos representativos del capital sean libre y fácilmente transmisibles⁷⁸. En cualquier caso, la financiación en el mercado no debe ser objetivo de toda pyme, sino únicamente de aquellas con un elevado potencial de crecimiento necesitado de financiación, estando sobre ellas el foco de este trabajo.

Lo anterior determina que la pyme SL que pretenda financiarse en el mercado de valores dando entrada a inversores en su capital —no así cuando únicamente emite instrumentos de deuda— debe someterse a una transformación por cambio de tipo social, adoptando la forma de SA conforme a lo dispuesto en el Capítulo I del Título II del Libro Primero de la LME. Es esta una exigencia razonable, pues es la SA y no la SL la sociedad cuya tipología mejor se adapta al carácter abierto de la sociedad cotizada en la que la concreta persona y cualidades del socio pierden relevancia haciéndose la condición de tal libremente transmisible. Además, ello puede proporcionar ventajas adicionales a la pyme que se transforma pues con ello proyecta al mercado una imagen de mayor solidez, aceptando someterse a un nuevo régimen de gobernanza y transparencia más adecuado a su nueva etapa.

Por otra parte, la restricción del acceso de la SL a la financiación de los mercados debe entenderse referida únicamente a la emisión de valores participativos, pues la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial suprimió el artículo 402 LSC que establecía una prohibición legal de emisión de obligaciones agrupadas en series por una sociedad limitada⁷⁹. Todas las sociedades de capital, por tanto, son emisores idóneos de valores representativos de deuda⁸⁰. Además, cuando las obligaciones emitidas por la SL se negocien en mercados regulados o SMN y no otorguen derechos políticos ni de

⁷⁸ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de Sociedades*, Vol. I, Valencia, 2010, p. 144.

⁷⁹ PEREDA ESPESO, J., “Régimen jurídico de la emisión de obligaciones: Principales novedades introducidas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, *Revista de Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º, 41, 2015, p. 21.

⁸⁰ SEBASTIÁN QUETGLAS, R., “A vueltas con el límite a las emisiones de obligaciones”, *La Ley Mercantil*, n.º 24, 2016, p. 3

suscripción preferente, no son de aplicación los límites a la emisión de obligaciones por estas sociedades⁸¹.

Por tanto, las pymes SL que aspiren a captar la financiación de los mercados de valores podrán, y ello resulta razonable, limitarse a emitir instrumentos de deuda o bien asumir la necesidad de abrir la sociedad mediante su transformación en una SA.

b. Capitalización de mercado

Los emisores han de cumplir además con requisitos referidos a su capitalización de mercado, orientados a asegurar una liquidez suficiente en la negociación. Por ello, se habilita a la CNMV o al organismo rectos del mercado a excepcionar tales límites si la liquidez está garantizada. En los mercados regulados, la admisión de acciones exige una capitalización mínima de 6 millones de euros. Se trata de una agravación de lo exigido por la Directiva 2001/34/C, para la que es suficiente una capitalización de 1 millón de euros.

En cambio, la admisión negociación en BME Growth no establece, *a priori*, mínimos de capitalización, sino únicamente un máximo: la capitalización bursátil del emisor no puede exceder de 1.000 millones de euros, pues de lo contrario deberán solicitar el acceso a un mercado regulado. Ahora bien, la definición de los requisitos de distribución del capital en BME Growth exige en la práctica una capitalización bursátil de al menos dos millones de euros. Este importe resulta adecuado, pues logra articular una menor exigencia en el acceso al mercado en comparación con los mercados regulados al tiempo que evita la incorporación de emisores cuya baja capitalización sea susceptible de generar problemas de liquidez.

c. Desempeño de una actividad económica

Finalmente, BME Growth exige que la sociedad solicitante esté comercializando activamente su producto o servicio, o al menos haya iniciado una fase preparatoria de la actividad. Estas actividades deben generar ingresos notables o implicar transacciones financieras relevantes. El objetivo es asegurar la compatibilidad de los emisores que acceden al mercado con esta forma de financiación y proteger así a los inversores.

⁸¹ MEIJIDE RAMOS, C., “Algunos apuntes sobre la emisión de obligaciones por sociedades de responsabilidad limitada”, en ORTEGA BURGOS, E. y PASTOR RUIZ, F., *Actualidad mercantil* 2022, Valencia, 2022, p. 402.

2.2.2. *Idoneidad de los valores*

a. Representación mediante anotaciones en cuenta

En el pasado se admitió la negociación de títulos valores en los mercados. Sin embargo, las dificultades prácticas para su transmisión derivadas de su carácter corpóreo y tangible condujeron a la búsqueda de alternativas que evitarán el desplazamiento físico de los títulos con cada transmisión⁸². Superada ya la utilización de sistemas meramente correctores, en los que manteniendo los títulos se evitaba su desplazamiento, en la actualidad la admisión de valores a negociación exige su representación mediante anotaciones en cuenta.

Ello supone que los valores tienen carácter fungible y, en consecuencia, su titularidad lo es de una cantidad y especie determinada, pero no de unos valores concretamente individualizados, siendo ello necesario para el funcionamiento ágil y eficiente de los sistemas de liquidación y compensación⁸³. Estos sistemas, además, impiden la identificación de la contraparte excluyendo cualquier posibilidad de reivindicación y garantizando la inatacabilidad de toda adquisición en un mercado regulado o SMN⁸⁴.

Lógicamente, la obligatoriedad de la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta excluye la posibilidad de que las participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada sean admitidas a negociación en atención a lo dispuesto en el artículo 92.2 LSC.

b. Libre negociabilidad de las acciones

Por otra parte, los valores habrán de ser libremente negociables. Así, el Reglamento aplicable a BME Growth exige que las acciones no estén sometidas a restricciones legales o estatutarias a la transmisión y que estén íntegramente desembolsadas. En el caso de los mercados regulados, sin embargo, la Directiva 2001/34/CE permite a los Estados miembros —y así lo ha hecho España— equiparar a las acciones libremente negociables

⁸² MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Cizur Menor, 1997, pp. 56 y ss.

⁸³ RECALDE CASTELLS, A., “Los valores anotados en cuentas después de los cambios en el régimen de la poscontratación”, en MARTÍNEZ FLÓREZ, F. J. *et al.* (dirs.), *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, Cizur Menor, 2017, apartado V.

⁸⁴ PERDICES HUETOS, A. B., y VEIGA COPO, A. B., “La transmisión de acciones”, en VEIGA COPO, A. B. (dir.), *Estudios jurídicos sobre la acción*, Cizur Menor, 2014, apartado V.6.

aquellas que no estén íntegramente desembolsadas cuando ello no obstaculice su transmisibilidad. En orden a facilitar el acceso de las pymes a los mercados de valores resultaría razonable que el ente rector del SMN extendiera esta posibilidad también a estos centros de negociación.

La exigencia de libre transmisibilidad de las acciones tiene, no obstante, una excepción en el caso de las acciones de sociedades de muy reciente creación admitidas a negociación en BME Growth. En efecto, en tales casos, los principales accionistas, administradores y directivos han de manifestar su compromiso de no transmitir las acciones de las que sean titulares en el plazo de un año desde la admisión, salvo en el marco de una oferta pública o privada de venta, ni llevar a cabo otras operaciones análogas económicamente. Otros mercados pyme en expansión (v. gr. Euronext Growth), aunque no todos, imponen restricciones a la transmisibilidad similares.

La adopción de este tipo de compromisos o cláusulas *lock-up* por influencia de las ofertas públicas iniciales en EE.UU. debe valorarse positivamente, pues coadyuvan a paliar dos de los principales problemas que las pymes enfrentan en el acceso a los mercados. En primer término, mitigan los problemas derivados de la asimetría informativa, pues el compromiso de los *insiders* de no transmitir es en sí mismo un mensaje al mercado sobre el valor de las acciones. Al mismo tiempo, al evitar que la admisión a negociación vaya seguida de una oferta masiva de acciones que hunda el precio, se minimiza la volatilidad de las pymes cotizadas.

c. Distribución mínima

Los requisitos en materia de distribución de los valores pretenden asegurar la liquidez de los mismos. Ello es fundamental para la protección del inversor que, a falta de liquidez, se verá sometido a peores precios de ejecución⁸⁵.

En el caso de los mercados regulados la liquidez se asegura exigiendo una “*distribución suficiente*” de las acciones, presumiéndose *iuris et de iure* que ello ocurre cuando el *free float* alcanza, al menos, el 25% del capital. No obstante, se admite un nivel de distribución menor cuando el elevado número de valores permite asegurar la liquidez en el mercado. Con frecuencia, el cumplimiento de este requisito exigirá llevar a cabo

⁸⁵ PERRONE, A., “Small and Medium ...”, *op. cit.*, párr. 12.32.

una OPS u OPV con carácter previo a la admisión a negociación de acciones emitidas por sociedades que, hasta el momento, habían permanecido relativamente cerradas⁸⁶.

En BME Growth, sin embargo, es suficiente con que las acciones cuyos titulares ostenten una participación en el capital inferior al 5% tengan un valor estimado mínimo de dos millones de euros. Por un lado, la mayor laxitud de este requisito no casa adecuadamente con los mayores problemas de liquidez que experimentan las pymes. Por otro, sin embargo, permite que la mayor parte de las incorporaciones a BME Growth no hayan de ir precedidas de una OPS u OPV. Y, siendo ello así, el emisor estará exento de publicar un folleto, con la consecuente reducción de los costes de emisión. Este enfoque puede resultar adecuado para atraer a las pymes a los mercados, pero debería complementarse con un régimen adecuado que garantice la liquidez de los valores, cuestión que ni MiFID II ni las normas de BME Growth han abordado satisfactoriamente⁸⁷.

d. Provisión de liquidez

Más allá de los requisitos iniciales sobre distribución de los valores, una vez admitidos a negociación no se exigen mínimos de liquidez para la permanencia en el mercado⁸⁸. Ahora bien, en BME Growth el emisor está obligado a suscribir y mantener un contrato de provisión de liquidez. En los mercados regulados la adopción de mecanismos de liquidez, en cambio, se determinará facultativamente en atención a las características de cada emisor.

El contrato de provisión de liquidez es aquel por el cual el emisor pone a disposición de un intermediario financiero un número de acciones propias que este empleará para mantener posiciones de compra y venta favoreciendo la liquidación de transacciones y evitando una excesiva volatilidad en los precios⁸⁹. La provisión de liquidez al mercado, en esencia, supone la intervención de profesionales que no actúan en interés propio, sino

⁸⁶ DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 35.

⁸⁷ ALLOTTI, V. *et al.*, “How (More) Equity...”, *op. cit.*, p. 9.

⁸⁷ PIETRANCOSTA, A., “Recent Initiatives in...”, *op. cit.*, pp. 176 y ss.

⁸⁸ LÓPEZ BLANCO, E., “Condiciones de admisión...”, *op. cit.*, p. 12.

⁸⁹ PILOÑETA ALONSO, L. M., *Contratos mercantiles*, Valencia, 2020, p. 700.

en interés del emisor, de los inversores y del propio mercado mediante la compra de valores ante un exceso de oferta y su venta cuando el exceso es de demanda⁹⁰.

La posibilidad de que este tipo de contratos puedan dar lugar a prácticas fraudulentas evitó en un primer momento la armonización a nivel europeo de su utilización⁹¹. En su lugar, el Reglamento de Abuso de Mercado se limitó a establecer una prohibición general de manipulación exceptuando aquellas “*prácticas de mercado aceptada*” delegando en cada Estado miembro su definición. En España la CNMV otorgó a estos contratos la consideración de práctica aceptada sometiéndolos a condiciones de independencia del intermediario financiero y transparencia en la ejecución. Otros Estados miembros, en cambio, no permitieron la utilización de contratos de provisión de liquidez.

Esta restricción suponía un obstáculo para el desarrollo integral de una Unión de Mercados de Capital. Por ello el Reglamento de Abuso de Mercado ha sido reformado para permitir desde 2020 la utilización de contratos de liquidez en toda la UE solo para los mercados pyme en expansión, debiendo formalizarse el contrato conforme al modelo propuesto por la Comisión Europea⁹². Así, mientras que en los mercados regulados habrá de estarse a la definición nacional de prácticas de mercado admitidas, en los mercados pyme en expansión la utilización de contratos de liquidez no infringirá la prohibición de manipulación de mercado.

La autorización a nivel europeo de la utilización de contratos de provisión de liquidez en los mercados pyme en expansión debe valorarse positivamente, pues contribuye a la integración de los mercados de valores y ofrece a las pymes una herramienta con la que dar profundidad al mercado y paliar las consecuencias negativas que la falta de regularidad en su negociación podría tener en la cotización⁹³. Ahora bien, no puede valorarse en los mismos términos la obligatoriedad de la suscripción de estos contratos en BME Growth cuando existen otros mecanismos de provisión de liquidez

⁹⁰ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Contratación del mercado...”, *op. cit.*, p. 6346.

⁹¹ LENGLET, M., “Ambivalence and Ambiguity: The Interpretive Role of Compliance Officers”, en HUAULT, I. y RICHARD, C. (eds.), *Finance: The Discreet Regulator: How Financial Activities Shape and Transform the World*, Londres, pp. 66 y ss.

⁹² PALÁ LAGUNA, R., “Mercados de pymes en expansión: la AEVM propone modelos de contrato de liquidez y de plantillas de listas de iniciados para los emisores en estos mercados”, *Gómez-Acebo y Pombo* (disponible en <https://bit.ly/4aHA6bK>; última consulta 25/02/2024).

⁹³ GARCÍA PEDROVIEJO, J., “Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez”, *Revista de Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 46, 2017, p. 108.

menos onerosos para la pyme emisora. En efecto, junto a los mecanismos de liquidez contractual existen modelos de provisión de liquidez de carácter institucional⁹⁴. En estos casos el proveedor de liquidez no opera para el concreto emisor, sino que contrata con el organismo rector del mercado y asume sus obligaciones de contrapartida frente a él. Este es, por ejemplo, el enfoque hacia la provisión de liquidez adoptado por el mercado de futuros y opciones.

3. EL PROBLEMA DEL CONTROL Y LA PROPUESTA DE ESTRUCTURAS ACCIONARIAS DE VOTO MÚLTIPLE

3.1. La problemática de las estructuras de voto múltiple

3.1.1. La cuestión del control societario en el *Listing Act*

El acceso de las pymes a los mercados se ve con frecuencia lastrado por el temor de los socios fundadores a perder el control de la sociedad como consecuencia de su apertura a nuevos inversores. Esta situación limita las posibilidades de crecimiento y expansión de estas empresas y profundiza el problema de su dependencia de la financiación bancaria.

Esta problemática motivó la reforma del *Listing Act* para incorporar una propuesta de directiva introducción de estructuras accionarias con derechos de voto múltiple (*dual-class shares*) en sociedades que solicitan la admisión a negociación de sus acciones en un mercado pyme en expansión⁹⁵. Mediante el reconocimiento de las *dual-class shares*, la Comisión trata de establecer un marco normativo que facilite la conservación del control societario por los fundadores a pesar de su dilución en el capital social⁹⁶.

⁹⁴ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Contratación del mercado...”, *op. cit.*, pp. 6347 y 6349.

⁹⁵ Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión (COM(2022)761).

⁹⁶ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Una primera aproximación a la luz de la Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan su admisión a cotización”, *La Ley Mercantil*, n.º 105, 2023, pp. 2-3.

3.1.2. *El fundamento del principio de proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto*

A pesar de que las estructuras de voto múltiple en sociedades cotizadas están admitidas en los ordenamientos de EE.UU. —donde son frecuentes en las *startups* tecnológicas— y de algunos Estados miembros (*v.gr.* Países Bajos o Finlandia) estos instrumentos tienen *a priori* difícil cabida en la mayoría de ordenamientos europeos, inclusive el nacional⁹⁷.

La reticencia del legislador español a admitir las estructuras accionariales con derechos de voto múltiple tiene su origen en el principio de proporcionalidad entre el valor nominal de las acciones y su derecho de voto. Así, el artículo 96.2 LSC prohíbe la creación de acciones que alteren directa o indirectamente esta proporcionalidad, recordando después el artículo 188.2 esta prohibición.

El fundamento del principio de proporcionalidad se ha vinculado tradicionalmente al esquema de propiedad, entendiendo que el derecho de voto es consecuencia directa de aquella⁹⁸. La doctrina societaria española ha caracterizado la proporcionalidad como un principio configurador de la SA que pretende garantizar la correlación entre riesgo asumido y poder de decisión⁹⁹. Se trata de proteger así a los inversores, asegurando que quienes asumen mayores riesgos tengan una mayor influencia en las decisiones empresariales. Además, el principio de proporcionalidad guarda relación con el principio de igualdad de trato de los socios de una misma clase.

La realidad, en cualquier caso, es que nuestro ordenamiento admite en la práctica excepciones al referido principio como evidencia la previsión de acciones sin derecho de voto y de acciones de lealtad. Estas desviaciones de la proporcionalidad pueden materializarse tanto en un incremento del poder de una minoría como en un aumento del

⁹⁷ En el derecho societario norteamericano, se establece como principio general la regla de "una acción, un voto", si bien con carácter dispositivo, permitiendo que por acuerdo de los socios se modifiquen los estatutos para admitir otras posibilidades. *Cf.*: EASTERBROOK, F. H., y FISCHER, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1996, pp. 72-73.

⁹⁸ FERNÁNDEZ TORRES, I., "Una primera aproximación...", *op. cit.*, p. 3.

⁹⁹ LEÓN SANZ, F. J., "Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas: El cambio de rumbo", *Working Paper IE Law School*, n.º WPLS10-08, 2010, p. 6 (disponible en <https://bit.ly/3VaZMaL>; última consulta 28/05/2024).

poder de los socios de control¹⁰⁰. Ahora bien, al margen de tales derogaciones expresamente contempladas en el texto legal, los artículos 96.2 y 188.2 LSC impiden la creación de estructuras accionariales de voto múltiple en la SA¹⁰¹.

En este contexto, es necesario señalar que, si bien la propuesta de la Comisión sobre estructuras accionariales de voto múltiple como las acciones de lealtad —previstas en sede de cotizadas, artículo 527 ter LSC— tienen por denominador común el refuerzo del derecho de voto de determinados accionistas, ambas operan de manera diferente y con distintos objetivos.

Las acciones de lealtad confieren un derecho de voto adicional a aquellos accionistas que mantengan la titularidad de sus acciones durante un determinado periodo de fidelidad con el objetivo de promover la implicación a largo plazo de los accionistas¹⁰².

En cambio, las estructuras accionariales de voto múltiple pretenden asegurar la permanencia como administradores de ciertos individuos que, además, son socios una vez se diluya su participación como consecuencia de emisión de nuevas acciones y admisión a negociación en un mercado pyme en expansión. Estos socios serán, por lo general, fundadores de pymes innovadoras que necesitan acceder a la financiación del mercado, pero para las que es crucial retener la visión y liderazgo del fundador¹⁰³. Es precisamente por ello, como se examina más abajo, que el reconocimiento de esta clase de acciones en el Reino Unido está ligado a la condición de que sus titulares sean *directors* de la sociedad.

Ahora bien, sin perjuicio de las derogaciones expresamente contempladas en el texto legal, los artículos 96.2 y 188.2 LSC impide la creación de estructuras accionariales

¹⁰⁰ ARMOUR, J., *et al.*, "The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies" en KRAAKMAN, R. *et al.* (dirs.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3.ª ed., Oxford, 2017, p. 79.

¹⁰¹ CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., "Artículo 96. Prohibiciones en materia de privilegio" en ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. J. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. M. (coords.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Cizur Menor, 2011, p. 815.

¹⁰² GUTIÉRREZ UTIAGA, M. y SAÉZ LACAVE, M., "Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad «acciones de lealtad» desde el análisis económico del derecho", *ICE: Revista de Economía*, n.º 915, p. 95.

¹⁰³ Propuesta de directiva [...] de voto múltiple..., *op. cit.*, p. 3.

de voto múltiple en la SA¹⁰⁴. En sede de limitadas, en cambio, el artículo 188.1 LSC admite sistemas de desigualdad en el derecho de voto en ejercicio de la autonomía de la voluntad de los socios. Así, se admite que estos establezcan estructuras de voto en los que este no sea proporcional al valor nominal de las participaciones.

3.2. Riesgos y beneficios de la ruptura de la proporcionalidad

3.2.1. Argumentos contrarios a las estructuras de voto múltiple

La doctrina tradicional ha explorado las razones que justificarían la prohibición de estructuras accionariales de voto múltiple. En este sentido, el principal argumento contrario al voto múltiple es la exacerbación de los problemas de agencia que supone la ruptura del principio “una acción, un voto”¹⁰⁵.

Si la convergencia entre el interés social y el interés personal del accionista aumenta cuanto mayor es su participación, estructuras accionariales que permiten controlar la sociedad con una reducida participación favorecen la divergencia entre el interés social y el privado del socio de control.¹⁰⁶ Así, el accionista de control puede verse tentado a perseguir sus propios intereses privados frente a los de la sociedad, lo que dependerá de los beneficios propios que pueda extraer del control¹⁰⁷.

En estos casos el beneficio privado del socio de control tiene como contrapartida un coste para los socios externos¹⁰⁸. Además, el menor control sobre la sociedad de estos socios elimina los incentivos para mejorar el gobierno corporativo y dificulta la defensa de aquellos frente a las decisiones contrarias a su interés¹⁰⁹.

¹⁰⁴ CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., “Artículo 96. Prohibiciones en materia de privilegio” en ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. J. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. M. (coords.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Cizur Menor, 2011, p. 815.

¹⁰⁵ EASTERBROOK, F. H., y FISCHER, D. R., *The Economic Structure ...*, op. cit., p. 73.

¹⁰⁶ Cfr., SHLEIFER A. y VISHNY, R. W., “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, vol. 52, n.º 2, 1997, pp. 737-783.

¹⁰⁷ BURKART, M. y LEE, S., “One Share-One Vote: The Theory”, *Review of Finance*, vol. 12, n.º 1, 2008, p. 22.

¹⁰⁸ BEBCHUK, L. A., et al., “Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights”, en R. MORCK (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago y Londres, 2000, pp. 455.

¹⁰⁹ GOERGEN, M., et al., “Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, n.º 2, 2005, pp. 243-268.

Estos problemas surgen porque las estructuras de control político en manos de socios minoritarios eliminan los incentivos para que los administradores actúen en favor del interés social. En las empresas de propiedad dispersa, el riesgo de reemplazo motiva a los administradores a actuar en beneficio de los accionistas. En las empresas con un socio mayoritario, los intereses del propietario se alinean con los de la empresa debido a su significativa participación económica. Sin embargo, en una estructura de voto múltiple con un socio minoritario, pero con mayoría de voto, faltan ambos mecanismos: el socio de control tiene una menor participación económica, lo que reduce sus incentivos financieros para maximizar el valor de la empresa, y los administradores designados por él están protegidos de las fuerzas disciplinarias del mercado y de la amenaza de reemplazo¹¹⁰.

3.2.2. Argumentos favorables a las estructuras de voto múltiple

A pesar de los problemas señalados, la articulación de estructuras accionariales de voto múltiple puede incentivar la financiación de las pymes en los mercados mitigando el problema estructural de la economía europea que supone la dependencia del crédito bancario¹¹¹. Al reducir el riesgo y el temor de los empresarios ante la eventual pérdida de control, se fomenta la participación en los mercados bursátiles¹¹². Estas medidas, además, protegen frente a los riesgos de un accionariado cortoplacista¹¹³.

Por otra parte, se ha argumentado que la ruptura del principio de proporcionalidad podría llevar a una “*dictadura accionarial*” y al “*control perpetuo*” de los accionistas internos; sin embargo, hay evidencias de que la desproporción en el derecho de voto no siempre resulta en una pérdida de valor empresarial, pudiendo ser adecuada en ciertas

¹¹⁰ BEBCHUK, L. A., y KASTIEL, K., “In the Perils of Small-Minority Controllers”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 434, 2019, p. 11 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3128375>; última consulta, 29/05/2024).

¹¹¹ GURREA MARTÍNEZ, A., “Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate”, *European Business Organization Law Review*, vol. 22, n.º 3, 2021, p. 480.

¹¹² BEBCHUK, L. A., y KASTIEL, K., “The Perils of Pinterest’s Dual-Class Structure”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2019 (disponible en <https://bit.ly/3x3t7vW>; última consulta 30/05/2021).

¹¹³ BEBCHUK, L. A., “A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control”, *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, n.º 260, 1999, p. 26 (disponible en <https://bit.ly/3x4prKl>; última consulta 29/05/2024).

circunstancias¹¹⁴. En efecto, la concentración de poder permite a los fundadores implementar sus estrategias de manera más eficaz, pudiendo resultar en un crecimiento sostenido y en beneficios que aprovechen también a inversores externos y, en última instancia, al conjunto del mercado¹¹⁵.

Finalmente, los problemas de agencia reseñados pueden verse mitigados por las reglas imperativas para las sociedades cotizadas como los deberes de información y determinadas normas de gobierno corporativo¹¹⁶. En cualquier caso, este tipo de estructuras resultarían aceptables incluso si de ellas se derivasen beneficios privados para el socio de control siempre que la ventaja de retención proporcionara un aprovechamiento suficiente al patrimonio social¹¹⁷.

3.3. La experiencia del Reino Unido incorporando la posibilidad de acciones con distintos derechos de voto en las sociedades cotizadas

A finales de 2021 Reino Unido llevó a cabo una revisión de sus normas de cotización flexibilizando la tradicional prohibición de las *dual-class shares* en sociedades cotizadas¹¹⁸. Así, un estudio de derecho comparado del régimen introducido en este país puede ofrecer ideas sobre los mecanismos con que se ha tratado de proteger a los inversores minoristas y, en general, mitigar los efectos adversos de las estructuras de voto múltiple.

¹¹⁴ GARCÍA MANDALONIZ, M., “Propuesta de desproporcionalidad de «una acción, más voto» para la solicitud de admisión a cotización en los mercados de pymes en expansión”, *La Ley Mercantil*, n.º 101, ed. digital, 2023, pp. 5-7.

¹¹⁵ GURREA MARTÍNEZ, A., “Theory, Evidence, and ...”, *op. cit.*, p. 480.

¹¹⁶ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Una primera aproximación...”, *op. cit.*, p. 8.

¹¹⁷ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Hacia un regla de extrapolación de rendimiento del socio dominante como justificación de las alteraciones normativas de la proporcionalidad entre voto y capital” en IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. y MARTÍN DE VIDALES GODINO, M. (dirs.), *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, vol. 4, 2015, p. 54.

¹¹⁸ FISCH, J. E. y SOLOMON, S. D., “Dual Class Stock”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 715, 2023, pp. 6-7 (disponible en <https://ssrn.com/abstract=4436331>; última consulta, 03/06/2024).

En efecto, la reforma no ha supuesto la plena liberalización de estas estructuras, propia del derecho norteamericano, sino que únicamente las admite bajo estrictas condiciones¹¹⁹:

- (i) las acciones solo pueden estar en manos de los consejeros (*directors*), y deben regirse por el principio de una acción-un voto en caso de transmisión;
- (ii) la proporción máxima de derechos de voto atribuidos a las acciones con voto reforzado frente a las que no lo tienen es de 20:1;
- (iii) el privilegio de voto de esta clase de acciones únicamente puede aplicarse a ciertos tipos de acuerdo;
- (iv) las acciones con voto múltiple caducan a los cinco años, conocidas como “*sunset provisions*”.

De esta manera, aunque las acciones con derecho de voto reforzado podrían utilizarse para bloquear una oferta de adquisición hostil inmediatamente tras la incorporación al mercado, no permitirían conservar *sine die* el control de la sociedad. Más aún son ya varias las voces que en el Reino Unido abogan por la extensión de las *dual-class shares* al segmento de *premium listing* —dotado del mayor nivel de oficialidad y con una regulación más estricta— como fórmula para que este tipo de acciones supongan un refuerzo y no una merma de los derechos de los socios externos¹²⁰.

3.4. La propuesta de la Comisión Europea

La propuesta de la Comisión Europea para adoptar una Directiva sobre estructuras de voto múltiple parte de un enfoque de “*mínima armonización*” con la finalidad de sentar meramente las bases que los Estados miembros habrán de desarrollar¹²¹. La propuesta obligaría a los Estados miembros a permitir que las sociedades cuyas acciones coticen en

¹¹⁹ REDDY, B. V., "Up the Hill and Down Again: Dual-Class Stock and the UK Listing Review", *Cambridge Law Journal*, vol. 80, n.º 3, 2021, pp. 524 y ss.

¹²⁰ YAN, M., “Permitting Dual Class Shares in the UK Premium Listing Regime—A Path to Enhance rather than Compromise Investor Protection”, *Queen Mary Law Research Paper*, n.º 367, 2021, pp. 13-18 (disponible en <https://ssrn.com/abstract=3924844>; última consulta 03/06/2024).

¹²¹ BRITO PEREIRA, J., “Once Bitten, Twice Shy—Multiple Voting Shares in Continental Europe”, *Journal of International Business and Law*, vol. 22, n.º 2, 2023, p. 223.

un mercado pyme en expansión —no así en un mercado regulado— puedan adoptar estructuras accionariales de voto múltiple. Este derecho alcanzaría a aquellas sociedades cuyas acciones no se negocian todavía en ningún mercado, pudiendo supeditar en tales casos el ejercicio del voto múltiple a la estimación de una solicitud de admisión¹²².

El texto establece una serie de salvaguardas para la protección de los socios externos con el fin de garantizar un trato justo y no discriminatorio¹²³. En primer término, la decisión de adoptar una estructura dual y cualquier modificación ulterior de la misma requerirá la aprobación mediante acuerdo de la Junta General, adoptado por una mayoría reforzada. Aunque no se mencione explícitamente, se presume que dicho acuerdo también exigirá un quórum reforzado. Asimismo, inspirándose en el modelo británico, la Propuesta prevé el establecimiento de un ratio de voto ponderado máximo en aquellas materias que requieren mayoría reforzada en la Junta General.

La otra gran limitación adopta la forma de cláusulas de extinción o *sunset clauses* que suponen la extinción del privilegio por el transcurso de un plazo, la transmisión de las acciones a un tercero u otras circunstancias de carácter extraordinario. El fundamento de estas cláusulas guarda relación con el carácter decreciente en el tiempo de sus ventajas. Si bien inicialmente las acciones de voto múltiple pueden ser beneficiosas para el interés social, al retener al fundador, su estrategia y sus ideas, su efectividad disminuye progresivamente debido por ejemplo a disminuciones en la participación del socio de control, sin afectar a tal control¹²⁴. De este modo, las cláusulas de extinción ofrecen un equilibrio entre los beneficios a corto plazo de la retención del fundador y el interés social en el largo plazo¹²⁵.

Finalmente, se prevén salvaguardias relacionadas con la transparencia de las sociedades que incorporen estructuras de voto duales. Estas sociedades deberán poner a disposición del público información relativa, entre otros aspectos, a (i) la estructura de capital, indicando las distintas clases de acciones (derechos, obligaciones, porcentaje de

¹²² FERNÁNDEZ TORRES, I., “Una primera aproximación...”, *op. cit.*, p. 12.

¹²³ SCHMOLKE, K. U., “Dual-Class Shares on the Rise. Some Remarks on the (Re)Introduction of Multiple-Voting Rights in German Stock Corporation Law”, *European Company Case Law*, vol. 1, n.º 4, 2023, p. 365.

¹²⁴ *Ibid*, p. 367.

¹²⁵ BEBCHUK, L. A., y KASTIEL, K., “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, vol. 103, n.º 4, 2017, pp. 618 y ss.

capital y derechos de voto asociados a cada una de ellas); (ii) cualquier restricción a la transmisión de acciones; (iii) la identidad de los titulares de cualquier valor que lleve aparejados derechos de control especiales; y (iv) las restricciones de los derechos de voto¹²⁶.

En definitiva, la propuesta de la Comisión Europea es una iniciativa positiva con capacidad para incentivar el acceso de las pymes a los mercados de valores. La posibilidad de adoptar estructuras de voto múltiple, debidamente reguladas y con las salvaguardas adecuadas, ofrece una solución adecuada al problema del control y al riesgo que supone para una pyme innovadora y en rápido crecimiento perder el liderazgo y la visión del fundador. Aunque la ruptura de la proporcionalidad entraña riesgos, su capacidad para expandir las opciones de financiación de las pymes impide su rechazo de plano. En su lugar, es necesario un debate sosegado que, durante un eventual procedimiento de transposición, deberá extenderse al derecho interno de cada Estado sobre la forma en que habrán de articularse las cláusulas de extinción, la transparencia y, en su caso, los límites a los acuerdos que pueden imponerse por los socios de la clase privilegiada para garantizar una protección adecuada de los socios externos.

¹²⁶ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Una primera aproximación...”, *op. cit.*, p. 14.

CAPÍTULO III. LOS DEBERES DE INFORMACIÓN Y EL RÉGIMEN DEL FOLLETO.

1. LA DIVULGACIÓN OBLIGATORIA DE INFORMACIÓN

1.1. Fundamento

En la mayoría de mercados no existe un mandato legal que obligue a los vendedores o proveedores a proporcionar información detallada sobre sus productos; simplemente deben abstenerse de realizar afirmaciones falsas. El mercado primario de valores constituye una excepción a la norma, pues generalmente toda sociedad que aspire a captar el ahorro privado deberá publicar un folleto que asegure proporciona información exhaustiva sobre su situación financiera y operativa¹²⁷.

La divulgación obligatoria de información relevante para la cotización es el primero de los principios que inspiran el derecho del mercado de valores de cualquier jurisdicción¹²⁸. Estos deberes tienen por finalidad inmediata atajar la asimetría informativa —y la selección adversa consecuencia de la misma— y los conflictos de agencia. Mediamente, los deberes de información persiguen proteger al inversor e infundir confianza en los mercados, asegurando su eficiente funcionamiento como vía de canalización del ahorro a la inversión.

1.1.1. Asimetría informativa y selección adversa

La asimetría informativa existe cuando una de las partes de una transacción dispone de más o de mejor información que su contraparte¹²⁹. En los mercados de valores esta existe esencialmente entre los *insiders* y los restantes inversores.

El principal efecto de la asimetría informativa en los mercados es la selección adversa. Ante la dificultad para evaluar con precisión la calidad de un producto o servicio debido a la falta de información, el mecanismo natural de defensa del comprador será reducir el precio que está dispuesto a pagar, mitigando el riesgo de adquirir un activo de

¹²⁷ MAHONEY, P. G., “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”, *The University of Chicago Law Review*, vol. 62, n.º 3, 1995, p. 1047.

¹²⁸ SCHWARTZ, A. A., “Mandatory Disclosure in Primary Markets”, *Utah Law Review*, vol. 2019, n.º 5, 2019, p. 1069.

¹²⁹ CARGILL, T. F., *The Financial System, Financial Regulation and Central Bank Policy*, Cambridge, 2017, p. 184.

calidad inferior a la esperada¹³⁰. Esta dinámica induce a los proveedores de alta calidad a retirarse del mercado, dado que los precios ofrecidos no compensan los esfuerzos asociados a mantener sus elevados estándares. En los mercados de valores esto supone que las empresas con verdadero potencial de crecimiento se vean apartadas de unos mercados incapaces de valorarlas adecuadamente. Esta circunstancia se ve agravada en el caso de las pymes, pues en ellas la asimetría informativa es mayor por su reducida trayectoria y menor cobertura por los analistas financieros¹³¹.

La finalidad de la transparencia —ideal al que aspira la publicación del folleto— es proporcionar a la parte perjudicada por la asimetría informativa la información que precisa para evaluar sus distintas opciones, discriminando entre ellas y adoptando una decisión racional¹³². En el mercado de valores estas opciones se concretan en la suscripción o adquisición de los valores emitidos por uno u otro emisor. Además, la transparencia contribuye al correcto funcionamiento de los mecanismos de descubrimiento de precios, reduciendo la incidencia de la selección adversa y favoreciendo la eficiente asignación de los recursos, también para las PYMES con auténtico potencial de crecimiento¹³³.

1.1.2. Problema de agencia

El presupuesto de los problemas de agencia es la existencia de una delegación de autoridad por parte del principal a un agente para que este último actúe en representación del primero. El problema ocurrirá cuando en esta relación exista un conflicto de intereses entre agente y principal que conduzca al primero a tomar decisiones en favor de su propio interés y en detrimento del interés del principal¹³⁴.

En el ámbito del mercado de valores estos problemas afectarán a la relación entre los socios y el órgano de administración¹³⁵. Además, la concentración de las estructuras

¹³⁰ Vid. AKERLOF, G. A., “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n.º 3, 1970, pp. 488-500.

¹³¹ GIMENO, V., *El pacto de socios en las startups*, Valencia, 2024, p. 117.

¹³² VEIGA COPO, A. B., *Tratado del Contrato...*, op. cit., apartado 10.4.

¹³³ LATIMER, P. “How to Ensure Disclosure of Information in Securities Markets Post-GFC”, *Common Law Review*, vol. 42, n.º 2, p. 118.

¹³⁴ Cfr. JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, pp. 305-360.

¹³⁵ GARGANTINI, M., “Mandatory Disclosure: A Comparative Analysis”, *Università di Genova*, 2023, p. 6 (disponible en <https://bit.ly/3KrFm8P>; última consulta, 02/04/2024).

de capital de las pymes hace que al problema de agencia vertical —entre propiedad y administración— deba sumarse el problema de agencia horizontal —entre socios mayoritarios y minoritarios—¹³⁶.

Los deberes de información mitigan estos problemas al garantizar que los inversores, especialmente los minoritarios, tienen conocimiento sobre los hechos materialmente relevantes para la sociedad. Así, el inversor puede fiscalizar efectivamente la actuación del órgano de administración y, en su caso, poner en marcha los mecanismos de protección de sus intereses previstos en la LSC: impugnación de acuerdos sociales lesivos del interés social, cese de los administradores, ejercicio de la acción social o individual de responsabilidad y, en supuestos tasados, el ejercicio del derecho de separación¹³⁷.

2. EL VIGENTE RÉGIMEN DEL FOLLETO

2.1. Evolución normativa e intentos de atajar el problema de la financiación de las pymes

En la UE la obligación del emisor de valores de publicar un folleto se venía regulando a través de directivas que establecían un marco común que los Estados miembros habrían de adaptar después en sus ordenamientos internos mediante transposición. A pesar de ello, el margen de apreciación de los Estados en esta materia ha sido tradicionalmente limitado, pues la Directiva 2003/71/CE y, en especial, las normas de segundo nivel aprobadas por la Comisión adoptaron un enfoque de “*máxima armonización*”¹³⁸. La aprobación del Reglamento del Folleto, por su aplicabilidad directa, ha uniformizado en gran medida los deberes de información inicial en la UE. En efecto, nuestra LMV ha dejado de ocuparse de algunos aspectos del régimen de emisión para remitir directamente al Reglamento.

¹³⁶ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Anatomía del deber de lealtad”, *Revista de Actualidad Jurídica Uribe Menéndez*, n.º 39, 2015, p. 59.

¹³⁷ ARMOUR, J. *et al.*, “Agency Problems and Legal Strategies” en KRAAKMAN, R. *et al.* (dirs.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3.ª ed., Oxford, 2017, pp. 29-48.

¹³⁸ SCHAMMO, P., *EU Prospectus Law: New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets*, Cambridge, 2011, pp. 71-72.

El régimen del folleto ha sido tradicionalmente uno de los principales impedimentos en el acceso de las pymes a los mercados. Por un lado, el carácter fijo de estos costes afecta desproporcionadamente a las pymes, pudiendo alcanzar el 6% del total de la emisión¹³⁹. Al mismo tiempo, la divulgación de información operativa afecta en mayor medida a estas empresas por su falta de diversificación¹⁴⁰. El Reglamento del Folleto trató de atajar estos problemas mediante la creación del “*folleto de la unión de crecimiento*”, específicamente dirigido a los mercados pyme en expansión, y cuyo contenido pretende adaptarse al menor tamaño de estos emisores. Este folleto no ha dado, sin embargo, los resultados esperados.

El efecto disuasorio el folleto tiene para el acceso de las pymes a los mercados continúa así en el foco de las autoridades europeas que, como parte nuclear del *Listing Act*, han propuesto la reforma del Reglamento del Folleto para reemplazar el folleto de la unión de crecimiento por un nuevo “*documento de emisión de la unión de crecimiento*”. La tesis de este capítulo es que la perseverancia en un camino que se ha demostrado infructuoso no resolverá el problema de financiación de las pymes europeas y por ello urge repensar la posibilidad de adoptar medidas complementarias.

2.2. La obligación de publicar un folleto

Los supuestos de hecho que dan lugar a la obligación de publicar un folleto son esencialmente dos: la oferta de valores al público y la admisión de los valores a negociación en un mercado regulado y pueden darse independientemente o de manera conjunta¹⁴¹. Así, el supuesto más habitual será aquel en que el emisor realiza una OPS u OPV y simultáneamente solicita su admisión a negociación. No obstante, será igualmente obligatorio publicar un folleto cuando se ofertan los valores al público sin pretender que estos sean después negociados en un mercado secundario.

Mayor atención merece el supuesto de admisión directa a negociación —*direct listing*—. En tales casos, solo será obligatorio publicar un folleto cuando se solicite la

¹³⁹ PIETRANCOSTA, A., “Recent Initiatives in...”, *op. cit.*, p. 177.

¹⁴⁰ VEIL, R. *et al.*, “Disclosure and Enforcement Under the EU Listing Act”, *European Company and Financial Law Review*, vol. 19, n.º 3, 2022, p. 456.

¹⁴¹ LIEVERSE, K., “The Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions”, en BUSCH, D. *et al.* (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, párr. 7.01.

admisión en un mercado regulado tal y como se definen en la Directiva MiFID II. En cambio, la admisión a negociación en un mercado pyme en expansión no requiere publicar un folleto si no se realiza una oferta pública de valores. No parece justificado, sin embargo, que emisores de mayor tamaño y con capacidad para asumir los costes del folleto puedan eludir su publicación acudiendo a estos mercados.

En cualquier caso, a falta de obligación de publicar un folleto, la Directiva MiFID II exige a los mercados pyme en expansión contar con normas que aseguren, en el momento de la admisión a negociación, que los potenciales inversores disponen de información suficiente para adoptar decisiones informadas sobre los valores. Así, corresponde al organismo rector de cada mercado, bajo la supervisión de las autoridades nacionales, fijar las condiciones concretas del documento de emisión, sin que exista un formato o contenido estandarizados¹⁴². Ello contribuye a la fragmentación en la regulación de los mercados pyme en expansión, difuminando el sello de calidad que pretenden otorgar, y dificulta la evaluación de los nuevos emisores.

3. LOS RÉGIMENES SIMPLIFICADOS PARA PYMES

3.1. El folleto de la unión de crecimiento

El folleto de la unión de crecimiento es en esencia un documento simplificado con la misma estructura que el folleto ordinario y cuya única diferencia práctica es una menor exhaustividad en la información exigida al emisor¹⁴³.

La idea de simplificar los deberes de información para las pymes que traten de acceder a los mercados de capital no es nueva. En efecto, la Directiva del Folleto a la que sustituyó el vigente reglamento ya adoptaba este enfoque, si bien con escaso éxito. La razón es que la reducción de los deberes de información era tan escasa que los costes asociados al estigma de optar por este régimen resultaban superiores¹⁴⁴. Para solventar el

¹⁴² PERRONE, A., “Small and Medium ...”, *op. cit.*, párr. 12.30.

¹⁴³ PIETRANCOSTA, A., “Recent Initiatives in...”, *op. cit.*, pp. 177-178.

¹⁴⁴ PERRONE, A., “‘Light’ Disclosure Regimes: The EU Growth Prospectus”, en BUSCH, D. *et al.* (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, párr. 10.13.

escaso atractivo del aquel folleto simplificado, el folleto de la unión de crecimiento se planteó en términos más ambiciosos, ofreciendo una mayor simplificación.

El folleto de la unión de crecimiento es voluntario por lo que las pymes pueden optar por el folleto ordinario si consideran que ello les ofrece una ventaja reputacional¹⁴⁵. Esto resulta paradójico dado que el considerando 53 del Reglamento justifica la prohibición del folleto de la unión de crecimiento en los mercados regulados en la necesidad de asegurar que en ellos rige un único conjunto de normas sobre divulgación de información.

La prohibición de este folleto en los mercados regulados resulta razonable, pues busca proteger el capital reputacional que otorga cotizar en un mercado dotado del más alto nivel de reconocimiento oficial y la unidad de su régimen jurídico¹⁴⁶. Sin embargo, los mismos motivos aconsejarían la obligatoriedad del folleto de la unión de crecimiento en los mercados pyme en expansión. Lo contrario fragmenta su régimen jurídico y perjudica su aspiración a servir como sello de calidad de las pymes cotizadas en ellos. Además, infunde dudas sobre el atractivo de las pymes que optan por el régimen simplificado, excluyendo del mercado a aquellas que no pueden asumir los costes del folleto tradicional¹⁴⁷.

Esta medida está alineada con la propuesta formulada en el Capítulo I de configuración de un ecosistema de centros de negociación complementarios y escalonados. Se trataría de reservar los mercados regulados a los emisores cuyo tamaño y trayectoria les permite someterse a reglas más estrictas, manteniendo en los mercados pyme en expansión un régimen único y verdaderamente proporcionado que sirva de puerta de entrada al mercado de valores.

Al margen de lo anterior, la delimitación del ámbito subjetivo del folleto de la unión de crecimiento debe valorarse positivamente. Así, pueden acogerse a este —siempre que no tengan valores admitidos a negociación en un mercado regulado—, naturalmente, las

¹⁴⁵ MOLONEY, N., *EU securities and...*, *op. cit.*, pp. 130-133.

¹⁴⁶ HOWELL, E., “An Analysis of the Prospectus Regime: The EU Reforms and the ‘Brexit’ Factor”, *European Company and Financial Law Review*, vol. 15, n.º 1, p. 88.

¹⁴⁷ GORTSOS, C. y TERZI, M., “The Prospectus Regulation and the recent Proposal for an EU Recovery Prospectus: Elements of continuity and change with the past and the way forward”, *European Banking Institute Working Paper Series*, n.º 79, 2020, p. 16 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3742863; última consulta, 27/03/2024).

pymes, pero también “*los emisores, que no sean pymes, cuyos valores coticen o se vayan a cotizar en un mercado de pymes en expansión*” siempre que su capitalización de mercado sea inferior a 500 millones de euros o que el valor de la oferta y el número de empleados no excedan de ciertos parámetros. La extensión de este régimen a los emisores no pymes de reducida capitalización es, *de facto*, una ampliación del concepto de pyme¹⁴⁸. Sigue siendo preferible, como se argumenta en el Capítulo I, introducir una definición única de empresa de pequeña y mediana capitalización a la que resulten de aplicación los distintos regímenes simplificados.

3.2. El documento de emisión de la unión de crecimiento

En cumplimiento de los objetivos definidos en el Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capital, la Comisión formuló en diciembre de 2022 una propuesta de reglamento con la finalidad de modificar el régimen del folleto en lo que a los emisores pymes respecta. El elemento central de la propuesta, aprobada en abril de 2024 por el Parlamento Europeo y pendiente de su aprobación por el Consejo, es la derogación del folleto de la unión de crecimiento y su sustitución por un “*documento de emisión de la unión de crecimiento*” que reduzca los costes de la emisión de valores¹⁴⁹.

La primera cuestión que resulta elogiada del DEUC es la adopción de un nuevo enfoque en cuanto a su composición. Si en el pasado los folletos de emisión dirigidos a pymes guardaban la misma estructura que el folleto ordinario, limitándose aquellos a modular la exhaustividad de sus contenidos, el nuevo DEUC parte del actual folleto de la unión de crecimiento y de los documentos de admisión que en la práctica han venido estableciéndose por el ente rector de cada mercado pyme en expansión cuando el emisor no tiene obligación de publicar un folleto¹⁵⁰. Así, el DEUC estará sujeto a un formato estandarizado inspirado en la práctica del mercado y a una extensión máxima de 75 páginas.

Los anexos a la propuesta de reglamento esbozan la estructura y contenido general del DEUC que abarcara, entre otras cuestiones, los factores de riesgo de la inversión, la

¹⁴⁸ NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G. *et al.*, “The Why and the How of the new European Union Prospectus Regulation”, *Business Law International*, vol. 20, n.º 1, 2019, p. 11.

¹⁴⁹ FERRAN, E., *et al.*, *Principles of Corporate Finance Law*, 3.ª ed., Oxford, 2023, pp. 503-504.

¹⁵⁰ MOLONEY, N., *EU securities and...*, *op. cit.*, pp. 128-129.

estrategia de negocio y motivos para la captación de fondos o la política de dividendos. No es posible, sin embargo, pronunciarse en este momento sobre los méritos del nuevo diseño, pues la propuesta encarga a la Comisión la adopción de actos delegados que habrán de concretar las genéricas categorías de información exigidas por aquella. En cualquier caso, el nuevo régimen parece otorgar un papel preponderante a la nota de síntesis del DEUC especialmente dirigida a los inversores minoristas, de extensión tasada, con un formato altamente estandarizado y un lenguaje claro, comprensible y no técnico, sin que sea admisible la incorporación por referencia¹⁵¹.

El Reglamento proyectado introduce también modificaciones al régimen lingüístico del folleto. Bajo el régimen actual, cuando una pyme realiza una oferta pública de valores o solicita la admisión a negociación de sus acciones en un mercado regulado, necesariamente habrá de publicar el folleto en la lengua del Estado miembro de origen, aunque la oferta no se dirija a inversores localizados en él o el mercado en el que se solicita la admisión se encuentre en otro Estado miembro¹⁵². Adicionalmente, habrán de acompañarse traducciones completas del folleto a otras lenguas cuando, como es habitual, la oferta se dirige a inversores de más de un Estado miembro.

El informe del grupo de expertos sobre la situación de la financiación de las pymes encargado por la Comisión reconoció la elevada onerosidad de la traducción del folleto a múltiples lenguas y, en su lugar, recomendó la modificación del Reglamento del Folleto para permitir su publicación exclusivamente en inglés¹⁵³. En línea con esta recomendación, la nueva propuesta de reglamento permitiría a los emisores redactar el folleto exclusivamente y a su elección en una “*lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales*”¹⁵⁴. La propuesta de reforma va acompañada de la obligación de traducción de la nota de síntesis del folleto de forma que se reducen los costes para el

¹⁵¹ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican los Reglamentos (UE) 2017/1129, (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º 600/2014 para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas, COM/2022/762, p. 36.

¹⁵² LEOCANI, P., “The Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions”, en BUSCH, D. *et al.* (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, párr. 15.71.

¹⁵³ FERNÁNDEZ, E. *et al.*, “Empowering EU Capital...”, *op. cit.*, p. 65.

¹⁵⁴ *Ibid.*, p. 25.

emisor sin menoscabar la protección de los inversores minoristas que, en la práctica, únicamente leen la nota de síntesis¹⁵⁵.

En cuanto a su ámbito de aplicación, este documento sigue razonablemente vetado para aquellos emisores cuyos valores coticen en un mercado regulado, aunque se introduce un régimen simplificado para el acceso a los mercados regulados de emisores cuyas acciones hayan cotizado durante al menos 18 meses en un mercado pyme en expansión¹⁵⁶. La propuesta avanza así en la configuración de estos mercados como un primer escalón de acceso al mercado de valores, pero con vocación de transitoriedad, pues si la sociedad prospera avanzará hacia los mercados regulados.

Asimismo, el DEUC se aplicaría a un mayor número de pymes, extendiéndose a todo emisor cuyos valores coticen en un mercado pyme en expansión, sin sujeción a los máximos de capitalización exigidos actualmente. Además, la utilización del régimen simplificado pasaría a ser obligatoria en estos casos. Estas medidas pondrían fin a la fragmentación existente en los deberes de información iniciales en los mercados pyme en expansión y acabarían con el impacto reputacional que actualmente tiene acudir al régimen simplificado y que tradicionalmente ha constreñido la eficacia del folleto de la unión de crecimiento.

4. PROPUESTA DE REFORMA: LA RESPONSABILIDAD DE LOS *GATEKEEPERS* COMO COMPLEMENTO NECESARIO DE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN

4.1. Insuficiencia de la divulgación inicial en el caso de las pymes

La idea que subyace y justifica los regímenes de difusión obligatoria de información es que, publicado el folleto, los inversores —que se presumen racionales— verificarán la veracidad de su contenido, evaluarán su impacto y actuarán en consecuencia. A

¹⁵⁵ MOLONEY, N., *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, p. 288 y ss.

¹⁵⁶ CAUNT, A., *et al.*, “EU Listing Act: Simplifying a Stock Exchange Listing, in Particular for SMEs and UK Prospectus Reform”, *Greenberg Traurig* (disponible en <https://bit.ly/4aQHce6>; última consulta 28/05/2024).

continuación, el mercado agregará las reacciones individuales de cada inversor de forma que los precios ofrezcan una imagen fiel del valor de los instrumentos emitidos.

En cambio, ocurre que los inversores minoristas no leen la información publicada por los emisores¹⁵⁷. Generalmente ello no resulta problemático, pues los mecanismos de formación de precios otorgan una protección suficiente. En ello juegan un papel esencial los inversores institucionales, con medios y capacidad técnica para analizar rigurosamente la información publicada¹⁵⁸.

La evidencia, sin embargo, muestra un funcionamiento deficiente de estos mecanismos en el caso de las pymes, consecuencia de la escasa atención que los inversores institucionales prestan a estas empresas¹⁵⁹. La razón es que los costes de esta labor son fundamentalmente fijos y, por ello, los inversores institucionales concentran sus esfuerzos en empresas de mayor tamaño en las que las posibilidades de recuperación de costes son mayores. El resultado es una dinámica de mercado en la que el cumplimiento de los deberes de información por las pymes no garantiza la eficiencia del mercado ni la correcta formación de precios sobre sus valores.

A pesar de sus méritos, la reforma proyectada para la introducción de un documento de emisión que, al margen de su denominación, es un nuevo folleto simplificado, no aborda este problema. El enfoque del nuevo régimen persevera en la idea de que las barreras a la financiación de las pymes pueden atajarse con solo reducir los costes de elaboración del folleto. Y ello, a pesar de que autoridades y agentes del mercado coinciden en que tales planteamientos, presentes ya en la primera Directiva del Folleto, han resultado un fracaso¹⁶⁰.

Por ello, la reforma del folleto debe complementarse con medidas que generen confianza en el mercado sobre la veracidad de la información divulgada y las opciones de resarcimiento en caso de incumplimiento. Es necesario establecer los incentivos

¹⁵⁷ No es este un problema exclusivo de los mercados de capital, sino común a los mercados financieros en general, *vid.* VEIGA COPO, A. B., “Consumidores vulnerables, asimetría informativa e interpretación”, *Vniversitas*, vol. 71, ed. digital, 2022.

¹⁵⁸ NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G. *et al.*, “The Why and...”, *op. cit.*, pp. 14-15.

¹⁵⁹ OCDE, *Opportunities and Constraints of Market-Based Financing for SMES, OECD report to G20 finance ministers and central bank governors*, 2015.

¹⁶⁰ SCHAMMO, P., “EU Prospectus Regulation”, en Giudici, P. y McCahery, J. A. (eds.), *Research Handbook on EU Securities Regulation*, Edward Elgar, en imprenta, Cheltenham, 2024, pp. 11-14 (adelanto disponible en: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4788756>; última consulta 28/05/2024).

adecuados para que los sujetos privados garanticen el cumplimiento de los deberes de información y transmitan confianza a los inversores. Este objetivo puede lograrse mediante la introducción de un régimen europeo de responsabilidad sobre el contenido del folleto, que alcance a los profesionales encargados de la colocación de los valores.

4.2. El *private enforcement* como complemento de los deberes de información

El cumplimiento de las obligaciones iniciales de divulgación de toda información relevante para los valores se ha garantizado tradicionalmente por la autoridad pública a través de un sistema de control *ex ante* y de sanción *ex post*¹⁶¹. El control previo se concreta en la necesaria aprobación del folleto por la CNMV¹⁶². Más aún, durante la elaboración del folleto, sus responsables trabajan en estrecha colaboración con la CNMV, incluso intercambiando borradores¹⁶³. El control previo se refuerza por la responsabilidad administrativa y penal derivada de la omisión o falseamiento de la información del folleto¹⁶⁴.

El *enforcement* público es, sin embargo, insuficiente como evidencia la limitación del control previo de la CNMV se limite a asegurar que el folleto es completo, comprensible y coherente. Es decir, tal aprobación es el resultado de una verificación meramente formal de los requisitos exigidos por el Reglamento del Folleto en cuanto a su estructura y secciones y a la coherencia de la información expresada con otros documentos presentados¹⁶⁵.

En el ámbito privado, los deberes de información están respaldados por un régimen de responsabilidad de forma que, si la información del folleto resulta falsa, inexacta o incompleta, los inversores perjudicados tendrán acción —generalmente frente al

¹⁶¹ MACNEIL, I., “Enforcement and Sanctioning” en MOLONEY, N. *et al.*, (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, pp. 292-293.

¹⁶² ZAPATA CIRUGEDA, F. J., “Emisiones, ofertas públicas...”, *op. cit.*, p. 387.

¹⁶³ VENTOSO, A. y RUBIO, M., “Spain” en GOLDSCHMIDT, D. J. (ed.), *Initial Public Offerings Law Review*, Londres, 2017, p. 133.

¹⁶⁴ CANCIO MELIÁ, M., “Caso Bankia/Preferentes: Fraude masivo y Derecho Penal”, *Revista Eletrônica de Direito Penal e Política Criminal*, vol. 4, n.º 2, 2016, pp. 156-157.

¹⁶⁵ 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)*, 2016, p. 7.

emisor— por los daños causados¹⁶⁶. Sin embargo, sistemas de remuneración variable de los administradores o la voluntad de monetizar una inversión tras la admisión a negociación proporcionan a administradores y emisores relevantes incentivos para ocultar o alterar información perjudicial que debiera figurar en el folleto, haciendo insuficiente un régimen de responsabilidad dirigido únicamente frente a ellos¹⁶⁷.

Lo anterior determina la necesidad de un sistema de control privado basado en sujetos independientes. El derecho del mercado de valores norteamericano aborda este problema a través de la *gatekeeper theory* y la figura del intermediario reputacional¹⁶⁸. El *gatekeeper* es una entidad que controla, al menos indirectamente, el acceso a la financiación en los mercados y que desempeña una doble función: verificar la exactitud de la información divulgada y prestar su reputación para respaldar dicha información de forma que el mercado confíe en ella¹⁶⁹. Este rol puede ser asumido por diversos profesionales que participan en el proceso de salida a bolsa, como abogados, auditores, agencias de calificación crediticia o, muy especialmente, colocadores y aseguradores.

El colocador o *bookrunner* es aquel profesional financiero que se compromete frente al emisor a distribuir entre los inversores los valores emitidos para su colocación¹⁷⁰. Por su parte, el asegurador o *underwriter* se compromete a comprar o suscribir los instrumentos que no hayan sido adquiridos por el público durante la colocación, asegurando frente al riesgo de una emisión fallida¹⁷¹. Aunque estos contratos son autónomos, la práctica mercantil es que el asegurador, si existe, tiende a ser también el colocador y que el término *underwriter* englobe ambas funciones¹⁷².

¹⁶⁶ IRIBARREN, M., “La responsabilidad del folleto en los mercados de valores: repercusión de la jurisprudencia del TJUE sobre algunos aspectos de su régimen jurídico”, *Revista Jurídica de Asturias*, n.º 46, 2023, pp. 142.

¹⁶⁷ ARMOUR, J. *et al.*, *Principles of financial...*, *op. cit.*, p. 211.

¹⁶⁸ KRAAKMAN, R. H., “Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls”, *The Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, p. 893.

¹⁶⁹ PAYNE, J., “The Role of Gatekeepers” en MOLONEY, N. *et al.*, (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, p. 257.

¹⁷⁰ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Contratación del mercado...”, *op. cit.*, p. 6173.

¹⁷¹ *Ibid.*, p. 6180.

¹⁷² IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. *et al.*, “El contrato de suscripción de valores negociables: contratos de colocación de instrumentos, aseguramiento de emisiones y dirección de emisiones. El contrato de rating”, en YZQUIERDO TOLSADA, M. *et al.* (coords), *Contratos civiles, mercantiles, públicos, laborales e internacionales, con sus implicaciones tributarias*, vol. XI, Cizur Menor, 2014, pp. 37-120.

Lo relevante es que el *underwriter* tanto en su faceta de colocador como en la de aseguramiento realiza una *due dilligence* del emisor y de la emisión asumiendo un papel protagonista en la redacción del folleto¹⁷³. Esta posición de acceso a la información del emisor convierte a estos profesionales en los *gatekeepers* idóneos. Además, a diferencia del propio emisor, el incentivo del *underwriter* para falsear u ocultar información es prácticamente nulo, pues su remuneración apenas depende del precio alcanzado en la oferta pública. En cambio, conservar su reputación es esencial para él, pues de ello dependerá su capacidad para atraer futuros clientes e ingresos¹⁷⁴.

La capacidad del *underwriter* para infundir confianza al mercado sobre la calidad e la pyme emisora, además de al incentivo reputacional, está estrechamente vinculada a la responsabilidad en la que puede incurrir por las falsedades, inexactitudes u omisiones del folleto¹⁷⁵. Así, la mayor parte de la doctrina que se ha ocupado de esta cuestión en el derecho norteamericano afirma la necesidad de hacer responsables del contenido del folleto no solo al emisor, sino muy especialmente al *underwriter* principal¹⁷⁶.

4.3. La responsabilidad derivada del folleto en el derecho europeo

El régimen del folleto de emisión está uniformizado en la UE en lo que a los supuestos en que debe publicarse y a su contenido se refiere. En cambio, en materia de responsabilidad, el Reglamento del Folleto dispone unas mínimas condiciones, más allá de las cuáles cada Estado miembro debe adoptar su propio sistema de responsabilidad civil¹⁷⁷.

Consecuencia de lo anterior, en determinados Estados miembros el *underwriter* será responsable de la totalidad del contenido del folleto, mientras que en otros no lo será en absoluto o lo será solo en parte. Más aún, siendo estos sujetos responsables, el sistema de

¹⁷³ VENTOSO, A. y RUBIO, M., “Spain”, *op. cit.*, p. 132.

¹⁷⁴ COFFEE, J. C. “Understanding Enron: ‘It’s About the Gatekeepers, Stupid’”, *The Business Lawyer–American Bar Association*, vol. 57, n.º 4, 2002, p. 1405.

¹⁷⁵ GERNER-BEURLE, C., “Underwriters, Auditors, and other Usual Suspects: Elements of Third-Party Enforcement in US and European Securities Law”, *European Company and Financial Law Review*, vol. 6, n.º 4, 2009, p. 511.

¹⁷⁶ Cfr. SHER, N., “Negligence Versus Strict Liability: The Case of Underwriter Liability in IPO's”, *DePaul Business & Commercial Law Journal*, vol. 4, 2006, pp. 451-496.

¹⁷⁷ VENTOSO, A. y LÓPEZ, A., “La responsabilidad derivada del folleto. Estudio sistemático considerando las últimas novedades”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 31, ed. digital, 2022.

responsabilidad, la diligencia exigible o las reglas sobre la carga de la prueba serán distintas.

4.3.1. Sistema de responsabilidad

El Reglamento del Folleto ordena a los Estados miembros velar porque sus normas en materia de responsabilidad civil se apliquen a las personas responsables del folleto. Los Estados miembros son libres, sin embargo, para decidir si esta debe regirse por las normas generales de responsabilidad civil o si establecen un sistema de responsabilidad *ad hoc*. Además, los Estados difieren también en la consideración de la responsabilidad derivada del folleto como contractual o extracontractual¹⁷⁸. Siguiendo la estela del derecho norteamericano la habitual será esto último¹⁷⁹. Ello es relevante para determinar el estándar de responsabilidad (*v. gr.* simple culpa, culpa grave, dolo o responsabilidad objetiva) o en relación con los remedios disponibles (*v. gr.* indemnización por la pérdida, resolución, daños punitivos, etc.)¹⁸⁰.

El legislador español ha optado por establecer un régimen específico de responsabilidad derivada del folleto, distinto del general previsto en el Código Civil. Es esta una opción coherente con el tratamiento en nuestro ordenamiento de la responsabilidad de otras obligaciones de información, como la referida a los informes financieros anuales¹⁸¹. En este sentido, la nueva LMV incorpora sin cambios sustantivos el régimen del anterior texto refundido, si bien suprimiendo las cláusulas de mínimos de origen europeo que, al figurar hoy en el Reglamento del Folleto, no requieren de transposición.

Los sistemas *ad hoc* de responsabilidad del folleto presentan una particular deficiencia en relación con las pymes que solicitan su admisión directa a negociación en un mercado pyme en expansión. La razón es que en tales casos no existe obligación de

¹⁷⁸ GARGANTINI, M., “Prospectus Liability: Competent Courts of Jurisdiction and Applicable Law”, en BUSCH, D. *et al.* (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, párr. 19.05.

¹⁷⁹ AEVM, *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, p. 12.

¹⁸⁰ CERRATO GARCÍA, E., *Tensions, Challenges, and Opportunities in the Implementation of Sustainability Financial Promises. A Legal Analysis of EU Prospectus Civil Liability*, Tesis Doctoral, Universidad Carlos III de Madrid, Madrid, 2024, p. 99.

¹⁸¹ REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Prospectus Liability and Litigation. Spain”, en BUSCH, D. *et al.* (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, párr. 23.08.

publicar folleto, sino que habitualmente se publica solo un documento informativo elaborado conforme a la práctica del mercado.

4.3.2. Responsables de la información contenida en el folleto

El Reglamento del Folleto impone a los Estados miembros la obligación de que la responsabilidad civil derivada del folleto “recaiga al menos sobre el emisor o sobre sus órganos de administración, dirección o supervisión, sobre el oferente, sobre la persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado”.

El uso de la conjunción disyuntiva permite a los Estados miembros cumplir con el derecho europeo designando a uno solo de estos sujetos como responsable, siendo decisión discrecional suya cuál de ellas responderá, si lo harán varias o incluso si han de incluirse responsables adicionales¹⁸². Los Estados miembros generalmente hacen recaer la responsabilidad plena por el contenido del folleto únicamente sobre el emisor o sobre el oferente —en el caso de una OPV— o el solicitante de la admisión.

En España, además el legislador ha extendido la responsabilidad a los administradores del emisor, oferente o solicitante de la admisión. No obstante, a diferencia de otros Estados como Francia o Alemania, que exigen una culpa grave a los administradores, en nuestro país basta con la simple negligencia.¹⁸³

En cuanto al *underwriter*, el Reglamento del Folleto no lo contempla como potencial sujeto responsable, aunque los Estados miembros pueden establecer disposiciones en este sentido. Así, Chipre prevé la responsabilidad del *underwriter* encargado de la redacción del folleto¹⁸⁴. Grecia también incluye a auditores o abogados, aunque con menor alcance, pues si el *underwriter* responde de la totalidad del folleto, aquellos lo hacen solo de las partes preparadas por ellos¹⁸⁵. Polonia, por su parte, responsabiliza al *firm commitment underwriter*, pero no a los de otras clases¹⁸⁶. En Italia existen previsiones específicas para el *responsabile del collocamento* cuya responsabilidad va más allá de la del propio emisor, oferente o solicitante de la admisión.

¹⁸² BUSCH, D., “The Influence of EU Prospectus Rules on Private Law”, *Capital Markets Law Journal*, vol. 16, n.º 1, 2021, pp. 5-7.

¹⁸³ *Ibid.* p. 5.

¹⁸⁴ AEVM, *Comparison of liability...*, *op. cit.*, p. 14.

¹⁸⁵ *Ibid.*, p. 16.

¹⁸⁶ *Ibid.*, p. 21.

Si estos responden solo de las partes del folleto de que son competentes, el *underwriter* principal responderá de la totalidad del contenido del folleto¹⁸⁷.

En otros Estados miembros, como los Países Bajos, el *underwriter* es *a priori* responsable del contenido del folleto, pero es habitual que este contenga cláusulas de generales exención de responsabilidad¹⁸⁸. Por su parte, en aquellos Estados en los que la responsabilidad del folleto se rige por las normas generales del derecho privado no resulta evidente si terceros como el *underwriter* quedarían o no sujetos a responsabilidad¹⁸⁹.

En España, el Real Decreto 814/2023 dedica su artículo 72 específicamente a la responsabilidad de la “*entidad directora*” cuya definición se corresponde con la figura del *underwriter* principal. Con anterioridad a su regulación específica, la doctrina había considerado que el *underwriter* no debía tener una responsabilidad general derivada del folleto por cuanto no asume compromisos en el mismo, sino únicamente y en su caso una posible responsabilidad derivada de una relación de comisión mercantil con el primer inversor¹⁹⁰. Bajo el régimen actual, el alcance de la responsabilidad es, en cualquier caso, más restringido que en otros Estados miembros, pues se limita al deber de llevar a cabo las verificaciones adecuadas “*según criterios de mercado generalmente aceptados*” para contrastar la información contenida en la nota de valores del folleto¹⁹¹.

4.3.3. Elementos determinantes de la responsabilidad

La responsabilidad derivada del folleto surge ante el incumplimiento de la norma general de divulgación de cualquier información material sobre los valores. En cualquier caso, deberá acreditarse la existencia de un daño, un determinado grado de culpa y el nexo causal entre el incumplimiento y el daño.

¹⁸⁷ BOREIKO, D. y LOMBARDO, S., “Prospectus Liability and the Role of Gatekeepers as Informational Intermediaries: an Empirical Analysis of the Impact of the Statutory Provisions on Italian IPOs”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 359, 2017, pp. 14-15 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3003825>; última consulta, 01/06/2024).

¹⁸⁸ FRANX, J. P., “Prospectus Liability and Litigation. The Netherlands”, en BUSCH, D. *et al.* (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, párr. 23.38.

¹⁸⁹ CERRATO GARCÍA, E., *Tensions, Challenges, and...*, *op. cit.*, p. 99.

¹⁹⁰ CACHÓN BLANCO, J. E., “Las ofertas públicas de venta de valores negociables”, n.º 4, edición digital, 1997.

¹⁹¹ REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Prospectus Liability and...”, *op. cit.*, párr. 23.30.

a. Grado de culpa

El grado de culpa mínimo determinante de responsabilidad derivada del folleto es, con carácter general, la negligencia. Así, en la mayor parte de los Estados miembros es necesario acreditar el incumplimiento del responsable del estándar de diligencia que le resulta exigible en la verificación del folleto o bien un actuar doloso por conocer la falsedad de la información del folleto o la omisión de otra que resultara relevante.

En determinados Estados miembros la negligencia se presume *iuris tantum* favoreciendo así la protección del inversor. Tal es el caso de Grecia, Italia, Portugal¹⁹². En cambio, Estados como Alemania imponen un estándar más elevado, exigiendo dolo o la culpa grave como presupuestos para la responsabilidad¹⁹³. Por su parte, Bélgica, Hungría o Lituania imponen una regla de responsabilidad objetiva de tal forma que la falsedad u omisión de información en el folleto dará lugar a responsabilidad, con independencia de la diligencia desplegada otorgando un nivel máximo de protección¹⁹⁴.

En España, el artículo 74 del Real Decreto 814/2023 prevé una exención de responsabilidad a quien acredite diligencia suficiente sobre la veracidad de la información contenida en el folleto y su exhaustividad. Es decir, el estándar mínimo para la responsabilidad es la culpa, pero invirtiéndose la carga de la prueba y correspondiendo a la persona eventualmente responsable acreditar que actuó diligentemente. Ahora bien, en el caso del emisor esta defensa puede no ser suficiente pues, en la práctica, los tribunales vienen apreciando respecto de este una responsabilidad cuasi objetiva¹⁹⁵.

b. Daño

En relación con el daño causado las diferencias entre los Estados miembros se circunscriben fundamentalmente a la cuestión del lucro cesante. Así, en España, como en el resto de Estados miembros, el perjuicio indemnizable incluye el daño emergente que comprende la disminución del precio de cotización respecto del existente en el momento

¹⁹² AEVM, *Individual Responses from EEA States - Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, pp. 99, 143-144 y 239.

¹⁹³ MOCK, S., "Prospectus Liability and Litigation. Germany", en BUSCH, D. *et al.* (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, párrs. 20.41 y ss.

¹⁹⁴ AEVM, *Comparison of liability...*, *op. cit.*, p. 13.

¹⁹⁵ REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., "Prospectus Liability and...", *op. cit.*, párr. 23.48.

del cierre de la oferta¹⁹⁶. En algunos Estados, entre ellos el nuestro, el daño abarca además el lucro cesante, que parte de la doctrina identifica con el retorno medio del mercado en el periodo¹⁹⁷.

c. Nexo causal

La prueba del nexo causal en estos casos es doble. En primer término, debe probarse que la información falsa o errónea contenida en el folleto fue determinante para la decisión de inversión. En segundo lugar, debe acreditarse que la caída del precio de cotización fue consecuencia conocimiento público sobrevenido de la inexactitud u omisión de tal información y no de otras circunstancias¹⁹⁸.

De manera similar a lo que ocurre con la imputación subjetiva, las diferencias en la regulación del nexo causal entre los Estados miembros guardan relación con la carga de la prueba. Así, en Francia, Portugal o España será el perjudicado quien deba acreditar el doble vínculo, mientras que en Estados como Italia se presume *ius tantum*¹⁹⁹.

4.4. La necesidad de contar con un régimen europeo único de responsabilidad derivada del folleto

La diversidad de normas nacionales sobre la responsabilidad derivada del folleto en la UE contribuye a la fragmentación jurídica de la financiación en los mercados. Si bien el régimen del folleto está por lo demás plenamente armonizado, la responsabilidad del folleto no es una cuestión menor, sino un elemento esencial en la construcción de la Unión de los Mercados de Capital y debe formar parte del plan de acción formulado por las autoridades europeas para favorecer el acceso de las pymes a él²⁰⁰. En efecto, para las pymes esta diversidad jurídica puede ser particularmente perjudicial dado su menor contacto con ordenamientos extranjeros y su menor acceso a asesoría especializada.

¹⁹⁶ SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., *Ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto*, Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, 2013, pp. 103-104.

¹⁹⁷ LÓPEZ MARTÍNEZ, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Madrid, 2003, p. 195.

¹⁹⁸ REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Prospectus Liability and...”, *op. cit.*, párr. 23.50.

¹⁹⁹ AEVM, *Individual Responses from...*, *op. cit.*, pp. 79, 143, 239 y 293.

²⁰⁰ BUSCH, D. y LEHMANN, M., “Uniform Prospectus Liability Rules for Europe”, *Journal of European Tort Law*, vol. 14 n.º 2, 2023, p. 116.

La falta de uniformidad en materia de responsabilidad del folleto se ve agravada por los problemas de ley aplicable. La dificultad en la aplicación del punto de conexión *lex loci delicti commissi* a los daños financieros previsto en el Reglamento Roma II ha conducido a los tribunales a señalar como ley aplicable la de residencia del inversor²⁰¹. Ello genera desigualdades en la protección de inversores residentes en Estados miembros por los daños sufridos al acudir a una misma emisión e incertidumbre en el emisor sobre su eventual responsabilidad²⁰². Además, se genera en los emisores un incentivo para la explotación del arbitraje regulatorio y que sitúa a las pymes en un plano de inferioridad por su menor capacidad para aprovecharlo²⁰³.

Finalmente, una regulación a nivel europeo proporciona la oportunidad de extender la responsabilidad del folleto al *underwriter* coordinador de la emisión. Un régimen europeo único de responsabilidad del *underwriter* potenciaría el papel de estos profesionales como *gatekeepers* y reforzaría su capacidad para prestar su capital reputacional a las pymes emisoras, infundiendo confianza sobre la veracidad y exactitud de los folletos publicados por ellas.

²⁰¹ Cfr. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The Law Applicable to Prospectus Liability in the European Union”, *Law and Financial Markets Review*, vol. 5, n.º 6, 2011, pp. 449-457.

²⁰² BUSCH, D. y LEHMANN, M., “Uniform Prospectus Liability...”, *op. cit.*, p. 115.

²⁰³ SERGAKIS, K., *The Law of Capital Markets...*, *op. cit.*, p. 77.

CONCLUSIONES

Las pymes son fundamentales para la economía española y para la europea en general. Sin embargo, su desarrollo se ha visto lastrado por dificultades en su acceso a la financiación y por su dependencia del crédito bancario. La Comisión Europea, consciente de esta realidad, ha reconocido la necesidad intervenir por medio de una regulación eficaz para corregir los fallos identificados en el funcionamiento de los mercados de valores y con esta finalidad ha adoptado una propuesta para un *Listing Act*.

En primer lugar, la financiación de las pymes en los mercados de valores se ve perjudicada por la ausencia de un marco regulatorio coherente y sistemático. La pluralidad de definiciones del concepto de pyme en el derecho europeo del mercado de valores determina que un mismo emisor pueda quedar sujeto a los regímenes diseñados para las pymes en unas materias y al régimen general en otras. En este sentido, se propone sustituir los diferentes conceptos de pyme vigentes en la actualidad por un único concepto de empresas de pequeña y mediana capitalización que tome como referencia la capitalización bursátil del emisor.

En segundo lugar, la fragmentación del régimen jurídico de los mercados pyme en expansión se ha identificado como causa del fracaso en su objetivo de servir como “sello de calidad” para las pymes cotizadas en dichos mercados. Esta fragmentación se debe, por un lado, a la convivencia en estos centros de negociación de emisores pyme con otros de mayor tamaño; y, por otro lado, a la dependencia de su régimen jurídico de los ordenamientos nacionales y de su propia autonomía normativa, a falta de un régimen europeo más desarrollado. Además, la coexistencia de una treintena de mercados pyme en expansión sitúa a la UE en una posición de inferioridad respecto a los EE.UU donde la cotización de las pymes se concentra en dos centros de negociación. Para abordar estos problemas, se propone la creación de un mercado pyme paneuropeo promovido por la Comisión Europea, supervisado conjuntamente por la AEVM y las autoridades nacionales y sujeto a un régimen único de admisión y funcionamiento.

En tercer lugar, las pymes europeas en expansión han sido reacias a acceder a la financiación de los mercados de valores por el temor de sus fundadores a que ello supusiera una pérdida de su control sobre la sociedad. En este sentido, la Comisión

Europea ha formulado una propuesta de directiva para la introducción en el derecho de sociedades de los Estados miembros de estructuras de voto múltiple. Estas estructuras, habituales en las *startups* tecnológicas norteamericanas, suponen la ruptura del principio de proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto, permitiendo a los fundadores mantener el control político de la sociedad aun cuando su participación en el capital se vea reducida como consecuencia de la entrada de nuevos inversores. Si bien ello permite a la sociedad acceder a nueva financiación y conservar el talento y visión de los fundadores, entraña también graves riesgos relacionados con la exacerbación de los problemas de agencia y la desviación del interés social en beneficio del socio de control.

Sin embargo, las salvaguardas previstas en la propuesta de la Comisión — limitación temporal, límites cuantitativos a la desproporción entre voto y valor nominal y requisitos de transparencia— junto con la posibilidad de que los Estados miembros introduzcan restricciones adicionales con ocasión de la transposición —*v. gr.*, la aplicabilidad del voto múltiple solo a ciertas clases de acuerdos— ofrecen un equilibrio prometedor. La capacidad de estas estructuras para incentivar el acceso de las pymes a los mercados y la posibilidad de proteger adecuadamente los intereses de los socios externos obligan a un debate sosegado sobre los méritos de la propuesta, sin que pueda rechazarse únicamente por atentar contra el sacrosanto principio de proporcionalidad.

Finalmente, los deberes de información a los que debe hacer frente un emisor para acceder al mercado se revelan como una de las principales barreras en el acceso de las pymes a los mercados. La propuesta de la Comisión Europea de sustituir el actual “folleto de la unión de crecimiento” por un nuevo “documento de emisión de la unión de crecimiento” que simplifique los deberes de información de las pymes constituye un paso en la buena dirección, al reducir los costes de su publicación.

Sin embargo, en el caso de las pymes la divulgación inicial de información no resuelve eficazmente la asimetría informativa y los problemas de agencia, ofreciendo una protección insuficiente de los inversores. La problemática del régimen del folleto no radica solo en los costes de su publicación, sino especialmente en la falta de mecanismos efectivos que garanticen la veracidad y exhaustividad de la información divulgada.

La adopción de un sistema de *enforcement* privado inspirado en el modelo norteamericano en el que el *underwriter* asume la función de supervisión de la

información del folleto serviría para infundir confianza al mercado sobre las emisiones protagonizadas por pymes y para asegurar la integridad del mercado. No obstante, ello requiere de una mayor armonización a nivel europeo de la responsabilidad civil derivada del folleto, asegurando un nivel de protección del inversor uniforme en toda la Unión.

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

1.1. Normas de la Unión Europea

Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 184, de 6 de julio de 2001.

Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Directiva del Folleto). Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 345, de 31 de diciembre de 2003.

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (Directiva MiFID). Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 145, de 30 de abril de 2004.

Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 173, de 12 de junio de 2014.

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros; Directiva MiFID II). Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 173, de 12 de junio de 2014.

Reglamento (UE) N.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y

las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 173, de 12 de junio de 2014.

Reglamento (UE) N.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) N.º 648/2012 (Reglamento MiFIR). Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 173, de 12 de junio de 2014.

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. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 168, de 30 de junio de 2017.

Reglamento (UE) 2023/606 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de marzo de 2023 por el que se modifica el Reglamento (UE) 2015/760 en lo que respecta a los requisitos relativos a las políticas de inversión y las condiciones de funcionamiento de los fondos de inversión a largo plazo europeos y al alcance de los activos aptos para inversión, los requisitos en materia de composición y diversificación de la cartera, y la toma en préstamo de efectivo y otras normas aplicables a los fondos. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 80, de 20 de marzo de 2023.

Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva. Diario Oficial de la Unión Europea, núm. 87, de 31 de marzo de 2017.

1.2. Legislación española

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, núm. 181, de 29 de julio de 1988.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, núm. 161, de 3 de julio de 2010.

Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial. Boletín Oficial del Estado, núm. 101, de 28 de abril de 2015.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, núm. 255 de 24 de octubre de 2015.

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Boletín Oficial del Estado, núm. 66, de 18 de marzo 2023.

Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea. Boletín Oficial del Estado, núm. 154, de 29 de junio 2023.

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. Boletín Oficial del Estado, núm. 274, de 16 de noviembre de 2005.

Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado. Boletín Oficial del Estado, núm. 268, de 9 de noviembre de 2023.

sobre admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y warrants, certificados y otros productos negociados en la Bolsa de Valores de Bilbao.

1.3. Normas del organismo rector del mercado

Reglamento de la Sociedad Rectora de BME MTF Equity, de funcionamiento de BME MTF Equity, de 30 de julio de 2020.

Circular 2/2016, de 25 de abril, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, sobre admisión de acciones, sobre requisitos y procedimiento aplicable

a la admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y warrants en la Bolsa de Valores de Barcelona.

Circular 2/2016, de 25 de abril, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, sobre admisión de acciones, sobre requisitos y procedimiento aplicable a la admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y warrants en la Bolsa de Valores de Madrid.

Circular 2/2016, de 26 de abril, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao, sobre admisión de acciones, sobre requisitos y procedimiento aplicable a la admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y warrants en la Bolsa de Valores de Bilbao.

Circular 2/2016, de 26 de abril, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia, sobre admisión de acciones, sobre requisitos y procedimiento aplicable a la admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y warrants en la Bolsa de Valores de Valencia.

Circular 1/2020, de 30 de julio, de BME Growth, sobre los requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity.

Circular 5/2020, de 30 de julio, de BME Growth, sobre Normas de Contratación de acciones de sociedades incorporadas al segmento BME Growth de BME MTF Equity.

Circular 1/2021, de 17 de marzo, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, sobre admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y warrants, certificados y otros productos negociados en la Bolsa de Valores de Madrid.

1.4. Otros documentos oficiales

AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013. Referencia: ESMA/2013/619.

- AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. *Individual Responses from EEA States - Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013. Referencia: ESMA/2013/619 Ann III.
- AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. *Final Report – ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 2014. Referencia: ESMA/2014/1569.
- AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS. *MiFID II Review Report on the Functioning of the Regime for SME Growth Markets*, 2021. Referencia: ESMA70-156-4103.
- COMISIÓN EUROPEA. *Commission Staff Working Paper Impact Assessment. Accompanying the Document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments [recast] and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments*, 2011. Referencia: SEC(2011) 1227.
- COMISIÓN EUROPEA. *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico Social y al Comité de las Regiones. Plan De Acción para la creación de un mercado de capitales*, 2015. Referencia: COM/2015/0468.
- COMISIÓN EUROPEA. *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión*, 2022. Referencia: COM/2022/761.
- COMISIÓN EUROPEA. *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican los Reglamentos (UE) 2017/1129, (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º 600/2014 para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas*, 2022. Referencia: COM/2022/762.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *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)*, 2016. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/quees/procedimientos-internos.aspx>; ; última consulta 06/06/2024.

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO. *Opportunities and constraints of market-based financing for SMES, OECD report to G20 finance ministers and central bank governors*, 2015. Disponible en: <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/Opportunities-and-Constraints-of-Market-based-Financing-for-SMEs.pdf>; ; última consulta 06/06/2024.

2. OBRAS DOCTRINALES

AKERLOF, G. A., “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n.º 3, 1970, pp. 488-500.

ALTI SÁNCHEZ-AGUILERA, J. y ALONSO COGOLLOS, C., “Proceso de De-SPAC: algunos apuntes prácticos”, en ORTEGA BURGOS, E. y PASTOR RUIZ, F., *Actualidad mercantil 2022*, Valencia, 2022, pp. 11-37.

ARMOUR, J., AWREY, D., DAVIES, P., ENRIQUES, L., GORDON, J. N., MAYER, C. y PAYNE, J., *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016.

ARMOUR, J., HANSMANN, H. y KRAAKMAN, R., "Agency Problems and Legal Strategies" en KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, P., HANSMAN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE W. G. y ROCK, E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3.^a ed., Oxford, 2017, pp. 29-48.

ARMOUR, J., ENRIQUES, L., HANSMANN, H. y KRAAKMAN, R. "The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies" en KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, P., HANSMAN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE W. G. y ROCK, E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3.^a ed., Oxford, 2017, pp. 79-109.

BEBCHUK, L. A., KRAAKMAN, R. y TRIANTIS, G., “Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights”, en MORCK, R. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago y Londres, 2000, pp. 445-460.

- BEBCHUK, L. A., y KASTIEL, K., “The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock”, *Virginia Law Review*, vol. 103, n.º 4, 2017, pp. 585-631.
- BRITO PEREIRA, J., “Once Bitten, Twice Shy—Multiple Voting Shares in Continental Europe”, *Journal of International Business and Law*, vol. 22, n.º 2, 2023, pp. 222-242.
- BURKART, M. y LEE, S., “One Share-One Vote: The Theory”, *Review of Finance*, vol. 12, n.º 1, 2008, pp. 1-49.
- BUSCH, D., “MiFID II and MiFIR: Stricter Rules for the EU Financial Markets”, *Law and Financial Markets Review*, vol. 11, n.º 2-3, 2017, pp. 126-142.
- BUSCH, D., “The Influence of EU Prospectus Rules on Private Law”, *Capital Markets Law Journal*, vol. 16, n.º 1, 2021, pp. 3-30.
- BUSCH, D. y LEHMANN, M., “Uniform Prospectus Liability Rules for Europe”, *Journal of European Tort Law*, vol. 14 n.º 2, 2023, pp. 113-123.
- CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del Mercado de Valores*, Tomo I, Madrid, 1992.
- CACHÓN BLANCO, J. E., “Las ofertas públicas de venta de valores negociables”, *La Ley*, n.º 4, edición digital, 1997.
- CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., “Artículo 96. Prohibiciones en materia de privilegio” en ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. J. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. M. (coords.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Cizur Menor, 2011, pp. 815-819.
- CANCIO MELIÁ, M., “Caso Bankia/Preferentes: Fraude masivo y Derecho Penal”, *Revista Electrónica de Derecho Penal e Política Criminal*, vol. 4, n.º 2, 2016, pp. 151-168.
- CARGILL, T. F., *The Financial System, Financial Regulation and Central Bank Policy*, Cambridge, 2017.
- CERRATO GARCÍA, E., *Tensions, Challenges, and Opportunities in the Implementation of Sustainability Financial Promises. A Legal Analysis of EU Prospectus Civil Liability*, Tesis Doctoral, Universidad Carlos III de Madrid, Madrid, 2024.
- CHYLA, Ł., “The Devil is in the Details: Regulation EU 2017/1129”, *Studenckie Prace Prawnicze*, vol. 29, 2019, pp. 95-118.
- CLAUSEN, N. J., y SØRENSEN, K. E., “Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II – Levelling the Playing Field and Overcoming

- Market Fragmentation?”, *Nordic & European Company Law Review*, vol. 9, n.º 3, 2012, pp. 275-306.
- COFFEE, J. C. “Understanding Enron: ‘It’s About the Gatekeepers, Stupid’”, *The Business Lawyer – American Bar Association*, vol. 57, n.º 4, 2002, pp. 1403-1420.
- COMANA, M., PREVITALI, D. y BELLARDINI, L., *The MiFID II Framework: How the New Standards are Reshaping the Investment Industry*, Cham, 2019.
- CONDE VIÑUELAS, F. J., “Las ofertas públicas de venta o suscripción de valores”, en ZUNZUNEGUI PASTOR, F. (coord.), *Derecho bancario y bursátil*, Las Rozas de Madrid, 2012, pp. 179-212.
- CUNNINGHAM, L. A., “Capital Market Theory, Mandatory Disclosure, and Price Discovery”, *Washington and Lee Law Review*, vol. 51, n.º 3, 1994, pp. 843-877.
- DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad cotizada”, *Revista de Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 39, 2015, pp. 31-42.
- EASTERBROOK, F. H., y FISCHER, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1996.
- FAMA, E. F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, vol. 25, n.º 2, 1970, pp. 383-417.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de Sociedades*, Vol. I, Valencia, 2010.
- FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año XL, n.º 163, 2021, pp. 91-156.
- FERNÁNDEZ TORRES, I., “Una primera aproximación a la luz de la Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan su admisión a cotización”, *La Ley Mercantil*, n.º 105, ed. digital, 2023.
- FERNÁNDEZ ZURITA, F. J., “Especialidades de la sociedad cotizada”, en CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., SEBASTIÁN QUETGLAS, R. y TORTUERO ORTIZ, J. (eds.), *Esquemas de Derecho de las Sociedades de Capital*, 8.ª ed., 2023, pp. 591-682.
- FERRAN, E., HOWELL, E., y STEFFEK, F., *Principles of Corporate Finance Law*, 3.ª ed., Oxford, 2023.

- FISCHER, A., y MURPHY, D., “MiFID II and the Relationship Between Public Markets and Systematic Internalisers”, *Journal of Securities Operations & Custody*, vol. 9, n.º 4, 2017, pp. 334-340.
- FRANX, J. P., “Prospectus Liability and Litigation. The Netherlands”, en BUSCH, D., FERRARINI, G. y FRANX, J. P. (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, ed. digital, 2020.
- GARCÍA MANDALONIZ, M., “Propuesta de desproporcionalidad de «una acción, más voto» para la solicitud de admisión a cotización en los mercados de pymes en expansión”, *La Ley Mercantil*, n.º 101, ed. digital, 2023.
- GARCÍA PEDROVIEJO, J., “Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez”, *Revista de Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 46, 2017, pp. 108-111.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “The Law Applicable to Prospectus Liability in the European Union”, *Law and Financial Markets Review*, vol. 5, n.º 6, 2011, pp. 449-457.
- GARGANTINI, M., “Prospectus Liability: Competent Courts of Jurisdiction and Applicable Law”, en BUSCH, D., FERRARINI, G. y FRANX, J. P. (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, ed. digital, 2020.
- GERNER-BEURLE, C., “Underwriters, Auditors, and other Usual Suspects: Elements of Third-Party Enforcement in US and European Securities Law”, *European Company and Financial Law Review*, vol. 6, n.º 4, 2009, pp. 476-515.
- GIMENO, V., *El pacto de socios en las startup*, Valencia, 2024.
- GOERGEN, M., MARTYNOVA, M. y RENNEBOOG, L., “Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21, n.º 2, 2005, pp. 243-268.
- GURREA MARTÍNEZ, A., “Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate”, *European Business Organization Law Review*, vol. 22, n.º 3, 2021, pp. 475-515.
- GUTIÉRREZ UTIAGA, M. y SAÉZ LACAVE, M., “Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad «acciones de lealtad» desde el análisis económico del derecho”, *ICE: Revista de Economía*, n.º 915, pp. 93-108.

- HAENTIENS, M. y DE GIOIA-CARABELLESE, P., *European Banking and Financial Law*, 2.^a ed., Londres, 2020.
- HOWELL, E., “An Analysis of the Prospectus Regime: The EU Reforms and the ‘Brexit’ Factor”, *European Company and Financial Law Review*, vol. 15, n.º 1, pp. 69-100.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., GÓMEZ DE ZAYAS, B., YZQUIERDO TOLSADA, M. y BORGIA SORROSAL, S., “El contrato de suscripción de valores negociables: contratos de colocación de instrumentos, aseguramiento de emisiones y dirección de emisiones. El contrato de rating”, en YZQUIERDO TOLSADA, M., ALMUDÍ CID, J. M. y MARTÍNEZ LAGO, M. A. (coords), *Contratos civiles, mercantiles, públicos, laborales e internacionales, con sus implicaciones tributarias*, vol. XI, Cizur Menor, 2014, pp. 37-120.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Hacia un regla de extrapolación de rendimiento del socio dominante como justificación de las alteraciones normativas de la proporcionalidad entre voto y capital” en IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. y MARTÍN DE VIDALES GODINO, M. (dirs.), *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, vol. 4, 2015 , pp. 49-56.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., “Contratación del mercado de valores”, en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (dir.), MORALEJO IMBERNÓN, N. y QUICIOS MOLINA, S. (coords.), *Tratado de Contratos*, 3.^a ed., Tomo V, Valencia, 2020, pp. 6115-6361.
- IRIBARREN, M., “La responsabilidad del folleto en los mercados de valores: repercusión de la jurisprudencia del TJUE sobre algunos aspectos de su régimen jurídico”, *Revista Jurídica de Asturias*, n.º 46, 2023, pp. 151-168.
- JENSEN, M. y MECKLING, W., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, pp. 305-360.
- KALLS, S., “The Promotion of Small and Medium-Sized Companies Acting as a Catalyst for European Capital Markets Law?”, en ALLEN, F., FAIA, E., HALIASSOS, M., y LANGENBUCHER, K. (eds.), *Capital Markets Union and Beyond*, Cambridge, 2019, pp. 161-172.

- KARMEL, S. y BRYON, J., *A Comparison of Small and Medium Sized Enterprises in Europe and in the USA*, Londres, 2002.
- KLAUSNER, M. D. y OHLROGGE, M., “Was the SPAC crash predictable?”, *Yale Journal on Regulation Bulletin*, vol. 40, n.º 101, pp. 101-118.
- KRAAKMAN, R. H., “Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls”, *The Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, pp. 857-898.
- LANGEVOORT, D. C., “Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 140, n.º 3, pp. 851-920.
- LANNOO, K. y VALIANTE, D., “The MiFID Metamorphosis: A New Paradigm for Market Structure”, *Journal of Securities Operations & Custody*, vol. 3, n.º 4, 2011, pp. 317-332.
- LARA GONZÁLEZ, R. y CASIMIRO ITURRI, L. M., “La contratación en el mercado primario” en CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., CONLLEDO LANTERO, F., y PALOMO ZURDO, R. J., (dirs.), *Los mercados financieros*, 2.ª ed., Valencia, 2017, pp. 739-764.
- LATIMER, P. “How to Ensure Disclosure of Information in Securities Markets Post-GFC”, *Common Law Review*, vol. 42, n.º 2, pp. 111-136.
- LENGLET, M., “Ambivalence and Ambiguity: The Interpretive Role of Compliance Officers”, en HUAULT, I. y RICHARD, C. (eds.), *Finance: The Discreet Regulator: How Financial Activities Shape and Transform the World*, Londres, pp. 59-84.
- LEOCANI, P., “The Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions”, en BUSCH, D., FERRARINI, G. y FRANX, J. P. (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, ed. digital, 2020.
- LEÓN SANZ, F. J., “Las sociedades de capital”, en GARCÍA-CRUCES, J. A. y SANCHO GARGALLO, I., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Valencia, Tomo I, 2021, pp. 101-220.
- LIEVERSE, K., “The Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions”, en BUSCH, D., FERRARINI, G. y FRANX, J. P. (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, ed. digital, 2020.

- LÓPEZ MARTÍNEZ, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Madrid, 2003.
- LÓPEZ SANTANA, N., “El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto ‘valor negociable’ tras la introducción del concepto ‘instrumento financiero’ y aproximación a este último”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 88, 2002, pp. 75-126.
- MACNEIL, I., “Enforcement and Sanctioning” en MOLONEY, N., FERRAN, E. y PAYNE, G. (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, pp. 281-306.
- MAHONEY, P. G., “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”, *The University of Chicago Law Review*, vol. 62, n.º 3, 1995, pp. 1047-1112.
- MARIÑO GARRIDO, T., “Los mercados de valores”, en CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., CONLLEDO LANTERO, F., y PALOMO ZURDO, R. J., (dirs.), *Los mercados financieros*, Valencia, 2017, pp. 357-378.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Cizur Menor, 1997.
- MEIJIDE RAMOS, C., “Algunos apuntes sobre la emisión de obligaciones por sociedades de responsabilidad limitada”, en ORTEGA BURGOS, E. y PASTOR RUIZ, F., *Actualidad mercantil 2022*, Valencia, 2022, pp. 399-418.
- MOCK, S., “Prospectus Liability and Litigation. Germany”, en BUSCH, D., FERRARINI, G. y FRANX, J. P. (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, ed. digital, 2020.
- MOLONEY, N., *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010.
- MOLONEY, N., “The Legacy Effects of the Financial Crisis on Regulatory Design in the EU”, en FERRAN, E., MOLONEY, N. y COFFEE, J. C. (dirs.), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2012, pp. 111-202.
- MOLONEY, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 4.^a ed., Oxford, 2023.
- MONTERO CÓRDOBA, L., “La estructura de los mercados de instrumentos financieros de la Unión Europea tras la aplicación de MiFID II-MiFIR”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 22, ed. digital, 2018.

- NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G., ALCALA, A., FAGERNÄS, T. y KANERVO, J., “The Why and the How of the new European Union Prospectus Regulation”, *Business Law International*, vol. 20, n.º 1, 2019, pp. 5-23.
- PALÁ LAGUNA, R., “El reconocimiento de las peculiaridades de la SPAC en la proyectada reforma de la Ley de sociedades de capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 62, ed. digital, 2021.
- PARTNOY, F., “Financial Systems, Crises, and Regulation” en MOLONEY, N., FERRAN E., y PAYNE, J. (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, pp. 68-93.
- PAYNE, J., “The Role of Gatekeepers” en MOLONEY, N., FERRAN E., Y PAYNE, J. (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, pp. 254-279.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., “Anatomía del deber de lealtad”, *Revista de Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 39, 2015, pp. 43-65.
- PEDERZINI, E. y TONIOLO, A., “SMEs’ Equity Financing: Does Corporate Law Matter”, *European Company Law Journal*, vol. 17, n.º 6, 2020, pp. 1-14.
- PERDICES HUETOS, A. B., y VEIGA COPO, A. B., “La transmisión de acciones”, en VEIGA COPO, A. B. (dir.), *Estudios jurídicos sobre la acción*, Cizur Menor, 2014.
- PEREDA ESPESO, J., “Régimen jurídico de la emisión de obligaciones: Principales novedades introducidas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial”, *Revista de Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º, 41, 2015, pp. 19-33.
- PÉREZ CARRILLO, E. F., “Aproximación a la unificación del régimen jurídico del folleto de oferta pública de venta y admisión a cotización: el nuevo Reglamento (UE) en materia de folletos”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 20, ed. digital, 2017.
- PERRONE, A., “‘Light’ Disclosure Regimes: The EU Growth Prospectus”, en BUSCH, D., FERRARINI, G. y FRANX, J. P. (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, ed. digital, 2020.
- PIETRANCOSTA, A., “Recent Initiatives in Favor of Listed and Nonlisted Small and Medium-Sized Enterprises: A Legal Perspective”, en ALLEN, F., FAIA, E.,

- HALIASSOS, M., y LANGENBUCHER, K. (eds.), *Capital Markets Union and Beyond*, Cambridge, 2019, pp. 173-186.
- PILOÑETA ALONSO, L. M., *Contratos mercantiles*, Valencia, 2020.
- POLIDORO, L., “MIFID II Key Reforms, Opportunities, and Limitations: From a Compliance to a Business Challenge”, en TOFAN, M., ROMAN, A. y BILAN, I. (eds.), *The Proceedings of the International Conference on European Financial Regulation*, EUFIRE, Iași, 2017, pp. 123-140.
- POSNER, E., *The Origins of Europe’s New Stock Markets*, Cambridge, 2009.
- RECALDE CASTELLS, A., “Acotación del derecho de los mercados de ‘valores’ y de ‘instrumentos financieros’ en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 118, 2010, pp. 9-39.
- RECALDE CASTELLS, A., “Crisis y eficacia de los controles sobre los mercados financieros. Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, n.º 14, 2010, pp. 121-140.
- RECALDE CASTELLS, A., “Los valores anotados en cuentas después de los cambios en el régimen de la poscontratación”, en MARTÍNEZ FLÓREZ, F. J., GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. y RECALDE CASTELLS, A. (dirs.), *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, Cizur Menor, 2017.
- REDDY, B. V., "Up the Hill and Down Again: Dual-Class Stock and the UK Listing Review", *Cambridge Law Journal*, vol. 80, n.º 3, 2021, pp. 515-551.
- REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Prospectus Liability and Litigation. Spain”, en BUSCH, D., FERRARINI, G. y FRANX, J. P. (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, ed. digital, 2020.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., *Ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto*, Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, 2013.
- SCHAMMO, P., *EU Prospectus Law: New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets*, Cambridge, 2011.

- SCHAMMO, P., “Capital Markets and Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs): A Preliminary Assessment”, en ALLEN, F., CARLETTI, E. y GRAY, J. (eds.), *The New Financial Architecture in the Eurozone*, Florencia, 2015, pp. 137-176.
- SCHAMMO, P., “EU Prospectus Regulation”, en GIUDICI, P. Y MCCAHERY, J. A. (eds.), *Research Handbook on EU Securities Regulation*, en imprenta, Cheltenham, 2024 (adelanto disponible en: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4788756>; última consulta 28/05/2024).
- SCHMOLKE, K. U., “Dual-Class Shares on the Rise. Some Remarks on the (Re)Introduction of Multiple-Voting Rights in German Stock Corporation Law”, *European Company Case Law*, vol. 1, n.º 4, 2023, pp. 359-378.
- SCHWARTZ, A. A., “Mandatory Disclosure in Primary Markets”, *Utah Law Review*, vol. 2019, n.º 5, 2019, pp. 1069-1103.
- SEBASTIÁN QUETGLAS, R., “A vueltas con el límite a las emisiones de obligaciones”, *La Ley Mercantil*, n.º 24, ed. digital, 2016.
- SERGAKIS, K., *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, Londres, 2018.
- SHER, N., “Negligence Versus Strict Liability: The Case of Underwriter Liability in IPO's”, *DePaul Business & Commercial Law Journal*, vol. 4, 2006, pp. 451-496.
- SHLEIFER A. y VISHNY, R. W., “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, vol. 52, n.º 2, 1997, pp. 737-783.
- STIGLITZ, R. S., *Derecho de Seguros*, 3.ª ed., Tomo I, Buenos Aires, 2001.
- VEIGA COPO, A. B., *Tratado del Contrato de Seguro*, 4.ª ed., Parte Primera, Cizur Menor, ed. digital, 2016.
- VEIGA COPO, A. B., “Consumidores vulnerables, asimetría informativa e interpretación”, *Vniversitas*, vol. 71, ed. digital, 2022.
- VEIL, R., WIESNER, M. y REICHERT, M., “Disclosure and Enforcement Under the EU Listing Act”, *European Company and Financial Law Review*, vol. 19, n.º 3, 2022, pp. 445-516.
- VENTOSO, A. y RUBIO, M., “Spain” en GOLDSCHMIDT, D. J. (ed.), *Initial Public Offerings Law Review*, Londres, 2017, pp. 129-138.

- VENTOSO, A. y LÓPEZ, A., “La responsabilidad derivada del folleto. Estudio sistemático considerando las últimas novedades”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 31, ed. digital, 2022.
- WEBER, S. y POSNER, E., “Creating a Pan-European Equity Market: The Origins of EASDAQ”, *Review of International Political Economy*, vol. 7, n.º 4, 2000, pp. 529-573.
- ZAPATA CIRUGEDA, F. J., “Las Bolsas de Valores. Admisión, suspensión y exclusión de valores a negociación. Los sistemas de contratación”, en MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, J. y ALONSO UREBA, A. (coords.), *Instituciones del mercado financiero*, Vol. 7, Madrid, 1999, pp. 4401-4436.
- ZAPATA CIRUGEDA, F. J., “Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado regulado”, en URÍA FERNÁNDEZ, F. (coord.), *La regulación del mercado de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, 2021, pp. 381-404.
- ZUNZUNEGUI PASTOR, F., *Derecho del mercado financiero*, 3.ª ed., Madrid, 2005.

3. RECURSOS DE INTERNET

- ALLOTTI, V., BIANCHI, M. y THOMADAKIS, A., “How (More) Equity Financing for SMEs Can Become Reality”, *European Capital Markets Institute Report*, 2021 (disponible en <https://www.ecmi.eu/publications/event-reports/how-more-equity-financing-smes-can-become-reality>; última consulta 31/03/2024).
- ALVARO, S., CASELLI, S. y D'ERAMO, D., “Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI”, *Quaderni giuridici della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, n.º 18, 2018 (disponible en <https://bit.ly/3wRkHYB>; última consulta 01/04/2024).
- ANNUNZIATA, F., “The Best of All Possible Worlds? The Access of SMEs to Trading Venues: Freedom, Conditioning, and Gold-Plating”. *European Banking Institute Working Paper Series*, n.º 96, 2021 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3865182>; última consulta 03/06/2024).

- DI BELLA, L., KATSINIS, A., LAGÜERA-GONZÁLEZ, J., ODENTHAL, L., HELL, M. y LOZAR, B., “Annual Report on European SMEs 2022/2023”, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo, 2023 (disponible en <https://data.europa.eu/doi/10.2760/028705>; última consulta 05/06/2024).
- ARMOUR, J., BENGTZEN, M. y ENRIQUES, L., “Investor Choice in Global Securities Markets”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 371, 2017 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3047734>; última consulta, 27/02/2024).
- BEBCHUK, L. A., “A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control”, *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, n.º 260, 1999 (disponible en <https://bit.ly/3x4prKl>; última consulta 29/05/2024).
- BEBCHUK, L. A., y KASTIEL, K., “In the Perils of Small-Minority Controllers”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 434, 2019 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3128375>; última consulta, 29/05/2024).
- BEBCHUK, L. A., y KASTIEL, K., “The Perils of Pinterest’s Dual-Class Structure”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2019 (disponible en <https://bit.ly/3x3t7vW>; última consulta 30/05/2021).
- BHATIA, A. V., MITRA, S., WEBER, A., AIVAR, S., ANTOUN DE ALMEIDA, L., CUERVO, C., SANTOS, A. y GUDMUNDSSON, T., “A Capital Market Union for Europe”, *IMF Staff Discussion Notes*, n.º 7, 2019 (disponible en bit.ly/4c91OPU; última consulta, 05/06/2024).
- BOREIKO, D. y LOMBARDO, S., “Prospectus Liability and the Role of Gatekeepers as Informational Intermediaries: an Empirical Analysis of the Impact of the Statutory Provisions on Italian IPOs”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 359, 2017 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3003825>; última consulta, 01/06/2024).
- CAUNT, A., FISCHER-APPELT, D., MOUNTAIN, J., GARCÍA NELEN, S., KALISVAART, J. y VLETTER, B., “EU Listing Act: Simplifying a Stock Exchange Listing, in

Particular for SMEs and UK Prospectus Reform”, *Greenberg Traurig*, 2024 (disponible en <https://bit.ly/3Rlrqkp>; última consulta 28/05/2024).

DEMARIGNY, F., “An EU-Listing Small Business Act - Establishing a Proportionate Regulatory and Financial Environment for Small and Medium-sized Issuers Listed in Europe (SMILEs)”, *Research Reports of the ECMI*, 2010 (disponible en <https://www.ecmi.eu/sites/default/files/eulistingsbaenfinal.pdf>; última consulta 31/03/2024).

ENRIQUES, L., “What Should Qualify as a ‘SME Growth Market’?”, *Oxford Business Law Blog* (disponible en <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>; última consulta 31/03/2024).

FARINÓS, J. E. y SANCHIS, V. A., “Factores determinantes de la salida a bolsa en España”, *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas Working Papers*, Serie EC, n.º 3, 2009 (disponible en <https://bit.ly/3KwhTTT>; última consulta 02/04/2024).

FENWICK, M., y VERMEULEN, E., “The Effectiveness of Trading Venues in Facilitating Small and Medium-Sized Enterprise Growth: An Examination of Liquidity and Regulatory Oversight”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 768, 2024 (disponible en <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4809704>; última consulta, 07/06/2024).

FERNÁNDEZ, E., FRIEDRICH, H. J., O’GORMAN, O., HUEMER, G., MAZANEC, L., GONZÁLEZ NIETO-MÁRQUEZ, J., ÖSTERBERG, L., PLATNER, L., PLEJIC, M. y VISMARA, A., “Empowering EU Capital Markets: Making listing cool again”, *Final report of the Technical Expert Stakeholder Group on SMEs*, 2021 (disponible en https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-05/210525-report-tesg-cmu-smes_en.pdf; última consulta, 27/02/2024).

FERRANDO VILLALBA, M.ª L., “Derecho del mercado de valores”, *Universitat Oberta De Catalunya*, 2016 (disponible en bit.ly/3VrP0yc; última consulta 01/04/2024).

FISCH, J. E. y SOLOMON, S. D., “Dual Class Stock”, *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, n.º 715, 2023 (disponible en <https://ssrn.com/abstract=4436331>; última consulta, 03/06/2024).

- GARGANTINI, M., “Mandatory Disclosure: A Comparative Analysis”, *Università di Genova*, 2023 (disponible en <https://bit.ly/3KrFm8P>; última consulta, 02/04/2024).
- GORTSOS, C. y TERZI, M., “The Prospectus Regulation and the recent Proposal for an EU Recovery Prospectus: Elements of continuity and change with the past and the way forward”, *European Banking Institute Working Paper Series*, n.º 79, 2020 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3742863; última consulta, 27/03/2024).
- LANNOO, K. y THOMADAKIS, A., “Rebranding Capital Markets Union: A Market Finance Action Plan”, *CEPS-ECMI Task Force Report*, Centro Europeo de Estudios Políticos y Sociales, 2019 (disponible en <https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2019/07/Rebranding-Capital-Markets-Union.pdf>; última consulta 02/04/2024).
- LEÓN SANZ, F. J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas: El cambio de rumbo”, *Working Paper IE Law School*, n.º WPLS10-08, 2010 (disponible en <https://bit.ly/3VaZMaL>; última consulta 28/05/2024).
- LÓPEZ BLANCO, E., “Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones”, *Monografías de la CNMV*, n.º 30, 2008 (disponible en <https://bit.ly/4aKguDL>; última consulta 02/04/2024).
- PALÁ LAGUNA, R., “Mercados de pymes en expansión: la AEVM propone modelos de contrato de liquidez y de plantillas de listas de iniciados para los emisores en estos mercados”. *Gómez-Acebo y Pombo*, 2020 (disponible en <https://bit.ly/4aHA6bK>; última consulta 25/02/2024).
- PETRESCU, M. y WEDOW, M., “Dark Pools in European Equity Markets: Emergence, Competition, and Implications”, *European Central Bank Occasional Paper*, n.º 183, 2017 (disponible en <https://doi.org/10.2866/555710>; última consulta, 27/02/2024).
- TAPIA HERMIDA, A. J., “La reforma de los sistemas multilaterales de negociación por la Ley 5/2015: Consecuencias del escándalo Gowex”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense*, n.º 102,

2016 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6799388>; última consulta, 27/02/2024).

YAN, M., “Permitting Dual Class Shares in the UK Premium Listing Regime—A Path to Enhance rather than Compromise Investor Protection”, *Queen Mary Law Research Paper*, n.º 367, 2021 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3924844; última consulta 03/06/2024).

WEHINGER, G., “SMEs and the Credit Crunch: Current Financing Difficulties, Policy Measures and a Review of Literature”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, n.º 2, 2013 (disponible en <https://www.oecd.org/finance/SMEs-Credit-Crunch-Financing-Difficulties.pdf>; última consulta, 05/06/2024).