

TEMA 12. LA EMISIÓN Y VENTA DE VALORES.

1. Introducción. Función económica del mercado primario y justificación de la intervención normativa.

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

La emisión y venta de valores constituye el núcleo del denominado mercado primario de valores, a través del cual las sociedades y demás emisores obtienen financiación directa del público inversor. Desde un punto de vista económico, el mercado primario cumple una función esencial de canalización del ahorro hacia la inversión productiva, permitiendo el acceso a recursos financieros sin intermediación crediticia tradicional.

Desde la perspectiva jurídica, la intervención normativa en este ámbito se justifica por la existencia de graves asimetrías informativas entre emisores e inversores, así como por la necesidad de garantizar la confianza en el funcionamiento del mercado. El modelo regulatorio contemporáneo no se basa en un control previo de mérito económico de las emisiones, sino en la imposición de obligaciones de información veraz, completa y comprensible, que permitan al inversor adoptar decisiones fundadas.

Este enfoque informativo, de raíz europea, se ha consolidado definitivamente en el ordenamiento vigente. Frente a modelos históricos de autorización administrativa, el sistema actual descansa en la transparencia como instrumento central de protección del inversor y de eficiencia del mercado.

2. Marco normativo vigente: europeización del mercado primario

El régimen jurídico de la emisión y venta de valores se encuentra hoy profundamente europeizado. El eje normativo lo constituye el Reglamento (UE) 2017/1129, relativo al folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores o de admisión a negociación en un mercado regulado. Se trata de una norma directamente aplicable en todos los Estados miembros, que ha sustituido por completo al anterior sistema basado en directivas y en desarrollos reglamentarios nacionales.

El Reglamento de folletos se integra con otras normas europeas fundamentales del mercado de valores, en particular con MiFID II y MiFIR, así como con el Reglamento sobre abuso de mercado. En el ordenamiento español, este marco se complementa con la Ley 6/2023, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI), que actúa como norma de acompañamiento y ejecución del Derecho europeo, regulando los aspectos no armonizados.

En consecuencia, la emisión y venta de valores debe analizarse hoy desde una perspectiva esencialmente europea, en la que las categorías y conceptos nacionales tradicionales han perdido su centralidad.

3. El concepto de oferta pública de valores (OPV)

El concepto de oferta pública de valores constituye una categoría clave del mercado primario. Conforme al Reglamento (UE) 2017/1129, existe oferta pública cuando se realiza una comunicación a personas de cualquier forma y por cualquier medio, que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de dichos valores.

Esta definición, de carácter funcional, pretende abarcar la diversidad de técnicas de colocación existentes en la práctica, evitando esquemas formales que permitan eludir la aplicación de la normativa protectora. El Reglamento establece, no obstante, una serie de supuestos excluidos y umbrales cuantitativos por debajo de los cuales no resulta exigible la publicación de folleto, atendiendo a criterios de proporcionalidad y eficiencia regulatoria.

4. El folleto informativo como instrumento central del sistema.

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

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

A) Régimen jurídico del folleto informativo

El folleto informativo constituye el eje del régimen jurídico del mercado primario. Se trata de un documento destinado a proporcionar a los inversores la información necesaria para realizar una evaluación fundada de la situación patrimonial y financiera del emisor, de los derechos inherentes a los valores y de los riesgos asociados a la inversión.

Desde un punto de vista funcional, el folleto puede ser concebido como una pieza central del proceso de formación del consentimiento del inversor, con efectos que

trascienden el mero plano informativo. Su contenido, una vez aprobado y publicado, despliega relevantes consecuencias jurídicas en el ámbito de la responsabilidad del emisor y de los intermediarios.

El Reglamento (UE) 2017/1129 establece un régimen armonizado sobre el contenido, formato y aprobación del folleto, así como sobre su pasaporte europeo, que permite la utilización del mismo folleto en distintos Estados miembros sin necesidad de nuevas autorizaciones nacionales.

B) Contenido y estructura

El contenido del folleto debe ser claro, comprensible y coherente, evitando tanto la omisión de información relevante como la sobrecarga informativa que dificulte su comprensión. La normativa europea distingue entre distintos tipos de folletos —folleto completo, folleto simplificado y documento de registro universal— en función del tipo de emisor y de la operación realizada.

Especial importancia adquiere la sección relativa a los factores de riesgo, que debe identificar de manera específica y priorizada los riesgos más significativos asociados al emisor y a los valores ofrecidos. La jurisprudencia y la práctica supervisora han insistido en que los factores de riesgo no pueden consistir en advertencias genéricas o estandarizadas, sino que deben reflejar riesgos reales y específicos.

C) Aprobación y publicación del folleto

El folleto debe ser aprobado por la autoridad competente del Estado miembro de origen del emisor antes de su publicación. En España, esta función corresponde a la CNMV, que actúa como autoridad competente en el marco del Reglamento europeo.

La aprobación del folleto no implica un juicio sobre la oportunidad económica de la inversión, sino una verificación del cumplimiento de los requisitos formales y de coherencia informativa exigidos por la normativa. Una vez aprobado, el folleto debe ser publicado conforme a las modalidades previstas en el Reglamento, garantizando su accesibilidad al público inversor.

D) Responsabilidad derivada del folleto

La normativa europea establece un régimen específico de responsabilidad por la información contenida en el folleto. Los emisores, oferentes y personas que solicitan la admisión a negociación responden de los daños causados por informaciones falsas, inexactas u omisiones relevantes, cuando el inversor haya confiado razonablemente en el contenido del folleto.

Este régimen de responsabilidad se integra con las normas generales de responsabilidad civil, administrativa y, en su caso, penal, configurando un sistema de tutela del inversor que refuerza la función disciplinadora de la transparencia.

5. Ofertas públicas de suscripción y venta de valores.

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

La emisión de valores puede articularse a través de diversas técnicas de colocación. Tradicionalmente se distingue entre ofertas públicas de suscripción, en las que se emiten nuevos valores, y ofertas públicas de venta, en las que se transmiten valores ya existentes. Ambas modalidades cumplen funciones económicas distintas, pero se someten a un régimen jurídico esencialmente común en materia de información y protección del inversor.

La práctica del mercado ha desarrollado técnicas sofisticadas de colocación, como el procedimiento de prospección de la demanda (*bookbuilding*), que permite fijar el precio de la emisión en función del interés manifestado por los inversores institucionales. Estas técnicas deben articularse respetando las exigencias de transparencia y de igualdad de trato.

Las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión desempeñan un papel central en el proceso de emisión y colocación de valores. Actúan como intermediarios entre el emisor y el mercado, asumiendo funciones de estructuración de la operación, colocación de los valores y, en su caso, aseguramiento de la emisión.

Desde el punto de vista jurídico, estas entidades actúan como auténticos *gatekeepers* del mercado, estando sujetas a estrictos deberes de conducta derivados de la normativa MiFID II. En particular, deben gestionar adecuadamente los conflictos de interés, garantizar la correcta información a los inversores y respetar las reglas de gobernanza de productos.