

# Riesgo de inversión, información y supervisión: de la supervisión formal al análisis sustancial en los centros de negociación.

BIB 2024\467

**María Cruz, Mayorga Toledano.** Profesora Titular Derecho Mercantil. Universidad de Málaga. ORCID: 0000-0002-4183-7187.  
<https://doi.org/10.32029/2695-9569.01.04.2024>

Publicación:

Revista de Derecho del Sistema Financiero num.7/2024  
Editorial Aranzadi, S.A.U.

## Resumen

«El mercado de inversión se encuentra regulado por unas normas que exigen a los emisores altos niveles y estándares de información para proteger a la clientela. No obstante, ello conlleva unos costes considerables que, especialmente para determinados emisores como pymes en expansión, puede poner en riesgo su entrada y participación en el mercado. Por otro lado, también se presume como excesivo para el supervisor nacional el coste de un control sustantivo de dicha información. Es por ello que, ante el nuevo paquete de medidas que está elaborando la UE con el objetivo de que la libre circulación del ahorro y la inversión en el territorio comunitario genere beneficios para inversores y empresas, este trabajo analiza y reflexiona sobre el riesgo consecuente, centrándose en la información, la seguridad, la autorregulación y el límite de la responsabilidad en el mercado de inversión.»

Abstract: «The investment market is regulated by rules that require high information levels and standards to issuers in order to adequately protect their customers. However, this implies substantial costs which can jeopardise the entry into the market of certain issuers like growing SMEs. Moreover, the cost of a substantive control of such information is perceived as excessive by the national supervisor. Therefore, and considering the new package of rules that the EU is developing with the aim of generate profits for companies and investors by means of the free flow of investments in the Community's territory, this paper analyse the implied risks, focusing on information, safety, self-regulation and responsibility limits in the investment market.»

## Palabras clave

Inversión, Riesgo, Información, Seguridad y responsabilidad.  
Investment, Risk, Information, Safety, Responsibility.

---

**SUMARIO**

---

1. Introducción2. Información y seguridad en el mercado

1. Fase previa a la cotización: racionalización de la información folleto y flexibilización condiciones de acceso a los centros de negociación

2. Aclaración de las normas MAR y reducción de carga de información

3. Presentación de la información: unificación y punto de acceso único europeo

4. Defensa del inversor minorista y responsabilidad del emisor

3. Responsabilidad y supervisión. Del control formal al sustancial

1. La responsabilidad del emisor por la información que difunde

2. Control de la CNMV sobre la información del mercado

3. El papel del rector del mercado BME Growth y la función del asesor registrado respecto de la calidad de la información. Las enseñanzas de Gowex

4. Conclusiones5. Bibliografía

---

## I. Introducción

En el mercado de inversión (mercado primario y centros de negociación) existen diferentes riesgos categorizados que son asumidos por los diferentes sujetos intervinientes en el mismo, en función de su naturaleza y de otros factores relevantes. De entre estos riesgos, el de inversión es indudable que, salvo excepciones, lo asume el inversor. Como se encarga el supervisor de advertir claramente, todos los productos de inversión incorporan cierto nivel de riesgo relativo a la posibilidad de que el rendimiento no sea el esperado. En definitiva, el riesgo se sitúa o se analiza en términos de incertidumbre sobre la evolución positiva o negativa de la inversión (para el inversor el riesgo se traduciría en la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la inicialmente prevista). Como señalamos, las excepciones a la asunción del citado riesgo por el inversor se focalizan especialmente en la información, en la calidad de la que se difunde en el mercado. La información, como elemento más importante del mercado y determinante de su correcto funcionamiento, tiene unos costes añadidos tanto para el emisor (costes de creación, procesamiento y gestión) como para el supervisor (costes de supervisión y control) y el inversor (análisis y estudio).

Desde el punto de vista de los emisores, lo anterior debe conciliarse con la idea de que para que sean mercados eficientes, competitivos y atractivos para aquéllos (sobre todo si son pequeñas empresas), es necesario limitar los costes de su ingreso y participación en los mercados. En este sentido, como muestra de ello, la propia CNMV para impulsar el mercado de valores, adopta medidas para reducir los costes y cargas administrativas de los emisores. Así, entre sus decisiones más recientes se encuentra la de dejar de solicitar información adicional a la ya requerida por la normativa de folletos y aquellos documentos tales como escrituras, poderes y acuerdos sociales, en tanto que quede adecuadamente desglosada en el folleto. De esta manera, una menor obligación de información o unas exigencias más «flexibles» en torno a la misma, puede provocar el efecto de reducir sensiblemente los costes.

A este respecto, las instituciones europeas y nacionales se encuentran actualmente orientando su política legislativa hacia dichos objetivos<sup>1</sup>. La Comisión Europea por su parte, avanza en su desarrollo de un Mercado Único de Capitales<sup>2</sup> con el fin primordial de que la libre circulación del ahorro y la inversión dentro del territorio comunitario genere beneficios para todos: ciudadanos, inversores y empresas. En concreto, dentro del Plan de acción para el CMU<sup>3</sup>, cabe destacar las medidas focalizadas o que afectan a las pymes y a los inversores. Respecto de las medidas para las pymes se pretende mejorar las fuentes de financiación (dependen excesivamente de la bancaria tradicional), y abaratar los costes de la obtención de capital, mejorar la visibilidad de las empresas para los inversores transfronterizos, con la creación del ESAP o punto de acceso único europeo y por último, en relación con el punto 1, apoyar el acceso a los mercados públicos, simplificando aún más las normas de cotización de los mercados públicos (tanto los mercados de pymes en expansión como los mercados regulados)<sup>4</sup>. De esta forma se simplifican los

documentos exigidos a las empresas y se racionalizan los procesos de control<sup>5</sup>; se flexibilizan y aclaran algunos requisitos de la normativa de abuso de mercado y se facilita que los propietarios de empresas que tengan intención de cotizar en mercados de PYMES en expansión puedan conservar suficiente control a través de acciones con derecho de voto múltiple. En relación con los inversores, las medidas se centran en capacitar a los ciudadanos a través de la cultura financiera y reforzar la confianza de los inversores minoristas en los mercados de capitales<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Este proceso queda patente ya con el Reglamento (UE) 2017/1129, 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, en adelante Reglamento (UE) 2017/1129 y el Reglamento (UE) 2019/2115, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifican la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (UE) nº 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión, en adelante Reglamento (UE) 2019/2115. En concreto, este último texto, que modifica al anterior, se marca como objetivo primordial fomentar de forma activa el uso de los mercados pymes en expansión, habida cuenta que los emisores de estos mercados disponen de relativamente pocas simplificaciones normativas frente a los emisores admitidos a negociación en otros mercados (SMN o regulados).

<sup>2</sup> Capital Market Union (CMU).

<sup>3</sup> Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: *Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción*, Bruselas, 24.9.2020, COM (2020) 590 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN>.

<sup>4</sup> A tal efecto, la Comisión Europea publicó en diciembre de 2022 tres propuestas legislativas dentro de un proyecto normativo conocido como el *Listing Act Package*: 1) Propuesta de Reglamento por el que se modifican los Reglamentos 2017/1129, 596/2014 y 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 de las pequeñas y medianas empresas, Bruselas, 7.12.2022, COM (2022) 762 final, 2022/0411 (COD). [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b213de69-770d-11ed-9887-01aa75ed71a1.0001.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b213de69-770d-11ed-9887-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF), en adelante, Propuesta de Reglamento *Listing Act*. 2) Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las sociedades y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas y se deroga la Directiva 2001/34/CE, Bruselas, 7.12.2022, COM (2022) 760 final, 2022/0405 (COD). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022PC0760&from=EN>, en adelante Propuesta de Directiva de reforma MiFID II. 3) Propuesta de Directiva sobre estructuras de voto múltiple en compañías que buscan la admisión a negociación de sus acciones en un mercado de PYMES en expansión, Bruselas, 7.12.2022, COM (2022) 761 final, 2022/0406 (COD). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022PC0761> (en adelante Propuesta de Directiva de voto múltiple).

<sup>5</sup> También la CNMV, dentro de esa política de flexibilización, modificó en noviembre de 2022 el documento de Q&A sobre el régimen de folletos en ofertas públicas y admisión a cotización de valores, añadiendo un nuevo apartado sobre la documentación a solicitar por el regulador en el marco de los expedientes de dichos procesos, donde se recogía este recorte de las exigencias de información. [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA\\_mercadoprimario.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA_mercadoprimario.pdf)

<sup>6</sup> La Comisión Europea se encuentra desarrollando un nuevo paquete de medidas para aumentar la participación de los consumidores en los mercados de capitales. Son conscientes de que los mercados han hecho cada vez más relevante el papel que juegan los inversores minoristas en el panorama financiero. Entre las normas proyectadas se encuentran la Propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas (UE) 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE y (UE) 2016/97 en lo que

respecta a las normas de protección de los inversores minoristas de la Unión; Bruselas, 24.5.2023, COM(2023) 279 final, 2023/0167 (COD) y la Propuesta de Reglamento por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 en lo que respecta a la modernización del documento de datos fundamentales; Bruselas, 24.5.2023, COM(2023) 279 final, 2023/0167 (COD). [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-new-package-of-measures-to-increase-consumer-participation-in-capital-markets\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-new-package-of-measures-to-increase-consumer-participation-in-capital-markets_en) Como se afirma en la propia propuesta de Directiva, se trata de garantizar que el marco legal sea capaz de crear las condiciones necesarias para incrementar la participación de inversores minoristas en los mercados de capitales. En este sentido, entiende que las deficiencias de la normativa actual dan lugar a problemas que socavan la confianza de los inversores minoristas en los mercados.

De otra parte, para el supervisor el coste de un control sustantivo de toda la información que los emisores deben remitirles sería muy elevado en términos de capital humano y tiempo. Además, esto supondría (podría suponer) una grave pérdida de agilidad y eficiencia para los mercados. Todo ello pone de manifiesto que existe una tensión entre la seguridad y el nivel aceptable de supervisión en los mercados. Si tenemos en cuenta que la reforma en curso de la normativa europea persigue atraer a los mercados a los inversores minoristas, es posible que a través de mayores controles y aumento de la seguridad sea la vía adecuada para alcanzar dicho objetivo<sup>7</sup>. En todo caso, para conseguir un equilibrio aceptable para todos los intervinientes en el mercado haya de encontrarse un punto óptimo entre la seguridad y los costes de la información<sup>8,9</sup>.

<sup>7</sup> En este sentido, ADICAE, en respuesta al nuevo paquete de medidas para aumentar la participación de los consumidores en los mercados de capitales, señala que es necesario que los supervisores nacionales hagan un control de los productos de inversión y entidades no sólo formal, sino también material. En concreto, señalan respecto del Reglamento (UE) 1286/2014 la posición contradictoria (no solo en este caso) de los supervisores, pues por un lado declinan toda responsabilidad sobre la información contenida de los Documentos de Datos Fundamentales (DDF) relativos a los productos de inversión minorista, haciéndola recaer exclusivamente en los gestores, pero se reservan la potestad de realizar advertencias y sin embargo son capaces de realizar advertencias en los DDF pese a no haber realizado la supervisión material del documento. [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-new-package-of-measures-to-increase-consumer-participation-in-capital-markets/F3269820\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-new-package-of-measures-to-increase-consumer-participation-in-capital-markets/F3269820_en)

<sup>8</sup> Tal y como se expresa en el Considerando 7 del Reglamento (UE) 2017/1129, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado: «El suministro de la información que, según las características del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan tomar una decisión informada sobre la inversión garantiza, junto con las normas de conducta, la protección de los inversores. Además, dicha información es un medio eficaz para aumentar la confianza en los valores mobiliarios y contribuye, por tanto, al correcto funcionamiento y desarrollo de los mercados de valores. La forma adecuada de proporcionar la citada información es la publicación de un folleto».

<sup>9</sup> BME, también en réplica al paquete de medidas para el inversor minorista, advierte sobre la creación del ESAP o punto de acceso único europeo, como plataforma que pondrá al alcance de los inversores la información pública financiera y relacionada con la sostenibilidad sobre las empresas de la UE y los productos de inversión de la UE. El objetivo es permitir las comparaciones entre productos y facilitar el proceso de toma de decisiones para los inversores, incluidos los minoristas. Si bien no se exige ningún requisito de reporte de información adicional a las empresas europea, en tanto que se facilitará acceso a la información ya hecha pública en aplicación de las directivas y reglamentos europeos pertinentes. NO obstante, para BME sí prevé requisitos adicionales y difíciles de cumplir para las pequeñas y medianas empresas, que deberán asumir costos excesivos sin una mayor entrada de capital, especialmente provenientes de los inversores no profesionales y minoristas y solicitan una adaptación para las pymes

con el fin de no perjudicarlas.  
[https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-new-package-of-measures-to-increase-consumer-participation-in-capital-markets/F3269553\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-new-package-of-measures-to-increase-consumer-participation-in-capital-markets/F3269553_en)

Este trabajo pretende, a la vista de la regulación proyectada, realizar unas reflexiones en torno a la información, la seguridad en el mercado de inversión, la autorregulación y el límite de la responsabilidad en el mercado. En concreto, quién asume la responsabilidad por la información defectuosa si el principal garante del buen funcionamiento del mercado es la información. Dicha información, no olvidemos, lleva a generar confianza en el inversor, quien debe conforme a ella tomar decisiones de inversión y asumir el riesgo<sup>10</sup>. Esa información que, por otro lado, genera elevados costes para el emisor generarla y que queda sometida al control formal pues, dado el coste del control sustantivo, es lo que puede permitirse el mercado.

<sup>10</sup> En este punto, debemos tener en cuenta que el inversor minorista dispone de menos medios y capacidad para analizar y procesar la información que el profesional, que posee gran capacidad de autotutela.

## II. Información y seguridad en el mercado

Como objetivo estructural, la UE aspira a un mercado de capitales robusto, suficientemente desarrollado que sea competitivo y que aporte fortaleza y autonomía a la economía comunitaria. Es por ello que, ante un mercado que presenta debilidades basadas fundamentalmente en su tamaño frente a otros mercados de capitales, urge modificar sus dimensiones y evitar la fuga de emisores que, además encuentran mejores condiciones de cotización fuera de la UE. De ahí que, el legislador europeo centre su atención en hacer más más atractiva el acceso y la cotización en los mercados de capitales de la UE para las empresas y en especial para las pymes<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> PARLAMENTO EUROPEO; *Initial Appraisal of a European Commission Impact Assessment Listing Act Package*, pág. 2; EPRS\_BRI (2023) 740253, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/740253/EPRS\\_BRI\(2023\)740253\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/740253/EPRS_BRI(2023)740253_EN.pdf)  
OXERA CONSULTING LLP; *Primary and secondary equity markets in the EU. Final Report*, November 2020, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>

Como anticipamos, el ecosistema empresarial de la Unión Europea (UE) está formado principalmente por pequeñas y medianas empresas. Así, las cifras que utiliza el legislador europeo señalan que estas empresas dar trabajo alrededor de dos tercios de la población activa, creando el 85 % de todos los nuevos puestos de trabajo y generan alrededor de tres quintas partes del valor añadido de la UE. Sin embargo, una mínima parte de las mismas (4%) accedió a la financiación externa a través de los mercados de capitales<sup>12</sup>. Esta dificultad para acudir a los mercados de capitales de las pymes se valora por la UE como una de las principales debilidades de la economía y entiende que el acceso de las pymes a los mercados de capital contribuiría a diversificar su base de financiación, mejora el acceso al capital social y a la financiación de deuda. Todo lo anterior se traduciría, en definitiva, en potenciar

su crecimiento y consecuentemente, la creación de empleo.

<sup>12</sup> Parlamento Europeo: *BRIEFING EU Legislation in Progress: Listing Act*, p. 1, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS\\_BRI\(2023\)747111\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN.pdf)

Es por ello que el legislador europeo se marcó agilizar el proceso de cotización, equilibrando los costes regulatorios y de cumplimiento para las empresas que buscan cotizar, o que ya lo hacen, a la par que garantizar la adecuada protección de los inversores y la integridad del mercado. En todo caso, la reducción de costes, como veremos, se focaliza en primer lugar en una menor exigencia de información relativa a la documentación a exigir a las sociedades para entrar a cotizar y durante su cotización y una protección proporcional del inversor. Son diversas y variadas las medidas que se han adoptado y se van a adoptar para reducir la burocracia en el proceso de cotización haciendo que sea más fácil y barato para los emisores elaborar un prospecto; y posteriormente, proporcionando más claridad sobre lo que constituye información privilegiada, a la vez que se facilita un punto de acceso único a los inversores para acceder a la información.

### **1. Fase previa a la cotización: racionalización de la información folleto y flexibilización condiciones de acceso a los centros de negociación**

Se esgrime por el legislador, como punto de partida, que los costes, la longitud excesiva y la complejidad de la documentación del folleto preceptivo en esta fase son una auténtica barrera de entrada de las pymes a los mercados de capitales<sup>13</sup>. En este sentido, uno de los objetivos en sede comunitaria era reformar la normativa sobre folletos (Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre). A tal efecto, el Reglamento (UE) 2017/1129 nace para «simplificar y mejorar su aplicación, incrementar la eficiencia y aumentar la competitividad internacional de la Unión, contribuyendo así a la reducción de las cargas administrativas»<sup>14</sup>. A tal fin, es evidente que es necesario tratar de eliminar la complejidad que merma el crecimiento y competitividad del mercado de capitales hasta el límite que no comprometa la información necesaria para que los inversores puedan tomar una decisión informada sobre la inversión.

<sup>13</sup> En concreto, se hace referencia a que los costes del folleto estándar sobre acciones se elevarían hasta los 300 000 euros para los grandes emisores y los costes del folleto simplificado y del folleto de la Unión de crecimiento (diseñado especialmente para las pymes) serían, de media, hasta un 25 % menores. Parlamento Europeo: *Initial Appraisal ...*, cit. p. 2. Así, también se reconoce claramente en Plan de Acción para el CMU 2020, p. 8.

<sup>14</sup> Considerando 6 del Reglamento (UE) 2017/1129.

Las principales reformas se dirigieron, aunque no exclusivamente, a las pymes<sup>15</sup>. De esta manera, se establece un régimen simplificado de folletos para las pymes que realicen ofertas públicas de valores en el territorio de la Unión Europea. El artículo 15 del Reglamento (UE) 2017/1129 diseñó el folleto de la Unión de crecimiento cuya configuración debía ser significativamente menos gravoso que el folleto normal en cuanto a la carga administrativa y a los costes para los emisores<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> Para PE#REZ CARRILLO, E., «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*, nº 20, 2017, edición electrónica, p. 2; si su implantación era eficaz, se conformaría como una herramienta útil para facilitar la financiación empresarial al margen de la bancaria y para disminuir la fragmentación de mercados en la UE.

<sup>16</sup> Así, en particular se reducen las exigencias respecto de la información sobre el desarrollo del negocio del emisor; inversiones; recursos de capital; I+D; patentes y licencias; acuerdos de gobierno corporativo; e información financiera histórica y de empleados, entre otras.

Así, el folleto de la Unión de crecimiento pretendía reducir los costes de preparación un folleto elaborado por emisores más pequeños y, al mismo tiempo, ofrecer a los inversores toda la información que es importante para evaluar la oferta y tomar una decisión de inversión<sup>17</sup>. Se trataba de una clase especial de folleto para empresas que no tuvieran valores previamente admitidos a negociación en un mercado regulado y cuyo formato fue diseñado para que fuera redactado en un lenguaje sencillo y fácil de cumplimentar para los emisores<sup>18</sup>. De esta manera, este documento simplificado que constaría de documentos separados conformado por un documento de registro, una nota sobre los valores y una nota de síntesis específicos, con un contenido más reducido que el exigido con carácter general<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> Considerando 52 del Reglamento (UE) 2017/1129. No obstante, el folleto informativo es concebido como la pieza clave documental en materia de comunicación de los mercados. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., «El folleto informativo de las emisiones y O. P. Vs. Responsabilidades civiles y sistema de control público», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 164, 2021, edición electrónica, p. 6; PEÑAS MOYANO, M. J., «El nuevo régimen de las ofertas públicas tras el Reglamento de Folletos y la reforma del TRLMV por la Ley 5/2021», *Anuario de capital riesgo*, 2021, p. 107, ESTEBAN RAMOS, L.M., «El folleto en las operaciones de oferta pública o admisión a cotización de valores en el derecho europeo», *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 3, 2020, p. 28 y TAPIA HERMIDA, A.J., «Unión de mercados de capitales: el Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto de emisión y admisión de valores», *La Ley Unión Europea*, nº 52, 2017, edición electrónica, p. 4.

<sup>18</sup> ZAPATA CIRUGEDA, J., «Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado regulado», en URÍA FERNÁNDEZ, F. (dir.) *La regulación del mercado de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, La Ley, 2020, edición electrónica, p. 9.

<sup>19</sup> Para ZAPATA CIRUGEDA, J., «Emisiones, ofertas...» cit., p. 7, presentar el folleto en documentos separados puede conciliar la mejor información a los inversores con el interés de ofrecer a los emisores un mejor acceso a los mercados y facilitar un mecanismo dinámico para la emisión.

El desarrollo del Reglamento (UE) 2017/1129 se realizó en primer lugar, por el Reglamento Delegado (UE) 2019/979, de 14 de marzo de 2019<sup>20</sup>, que regulaba aspectos concretos de referidos a los folletos (sobre contenido y publicidad y el portal de notificación), que posteriormente fue modificado por el Reglamento Delegado (UE) 2020/1272, de 4 de junio de 2020<sup>21</sup>; que exime de la obligación de publicar un suplemento al folleto en concretas circunstancias (detalladas en el artículo 18 del Reglamento 2019/979) a los emisores de valores convertibles o canjeables por acciones de terceros<sup>22</sup>. En segundo lugar, el Reglamento Delegado (UE) 2019/980, de 14 de marzo de 2019<sup>23</sup>, añade detalles concretos al Reglamento (UE) 2017/1129 (formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto), estableciendo los patrones de información mínima de los folletos. El folleto de

crecimiento parte de una nota de síntesis con información sobre las características esenciales del emisor y de los valores ofertados, los riesgos relacionados con ambos, y contener las condiciones generales de la oferta. La nota de síntesis se configura como una introducción del folleto, de ahí que su extensión se limite, que facilita a los inversores la información necesaria para seleccionar qué ofertas de valores desean analizar con mayor detenimiento, adentrándose en el estudio del folleto<sup>24</sup>. Por otro lado, la elaboración del documento de registro y la nota sobre valores requiere información pormenorizada diferenciada para evitar duplicidades. El documento de registro, tal y como se ha concebido sirve para aportar mayor agilidad al proceso de emisión y aprovechar las condiciones de mercado idóneas para el emisor. Debe redactarse anualmente e incluir toda la información actualizada necesaria para formarse un juicio informado sobre la actividad, situación financiera, beneficios y perspectivas, su gobierno y la estructura del accionariado de la empresa.

**20** Reglamento Delegado (UE) 2019/979, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación.

**21** Reglamento Delegado (UE) 2020/1272, de 4 de junio de 2020 que modifica y corrige el Reglamento Delegado (UE) 2019/979.

**22** Un ejemplo de que no siempre se alcanzaba a simplificar el folleto se visualiza en el Considerando 1 del Reglamento Delegado (UE) 2020/1272: «De conformidad con el Reglamento Delegado (UE) 2019/979, los emisores de valores convertibles o canjeables por acciones de terceros están actualmente obligados, en las situaciones enumeradas en el artículo 18 de dicho Reglamento, a publicar un suplemento de su folleto. Por el contrario, el Reglamento Delegado (UE) 382/2014, que ha sido sustituido por el Reglamento Delegado (UE) 2019/979, no exigía a dichos emisores la publicación de un suplemento en esas situaciones. Dado que estas normas han demostrado funcionar correctamente sin afectar al nivel de protección de los inversores, procede suprimir de la lista del artículo 18, apartado 1, del Reglamento Delegado (UE) 2019/979 todas las referencias a emisores de valores convertibles o canjeables por acciones de terceros». Es decir, en este caso, asistimos a un proceso legislativo por el cual se reduce la carga de información (Reglamento Delegado (UE) 382/2014), el Reglamento Delegado (UE) 2019/979 exige de nuevo esa información que es de nuevo eliminada por la norma posterior (Reglamento Delegado (UE) 2020/1272), precisamente porque el legislador se ampara en la circunstancia que esa reducción de información afecta al nivel de protección de los inversores. Cabe preguntarse entonces cuál era la motivación del Reglamento Delegado (UE) 2019/979 para incluirla de nuevo. En todo caso, en los Considerandos 14 a 22 del Reglamento Delegado (UE) 2019/979 se hace especial énfasis en que la información exigida por el artículo 18 es la necesaria para que el inversor pueda evaluar la oferta y adopte en consecuencia una decisión informada.

**23** Reglamento Delegado (UE) 2019/980, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado.

**24** Considerando 20 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980.

Este último Reglamento fue a su vez también modificado por el Reglamento Delegado (UE) 2020/1273, de 4 de junio de 2020<sup>25</sup>. De entre las modificaciones, se incluye la obligación de publicar la declaración sobre el capital de explotación en el folleto de la Unión de crecimiento para todos los emisores de valores participativos.

Esta última modificación se introduce por el artículo 2.4.4 del Reglamento (UE) 2019/2115, en el anexo V del Reglamento (UE) 2017/1129, haciendo extensivo a todos los emisores de valores participativos, con independencia de su capitalización bursátil, el requisito de publicar la declaración sobre el capital de explotación en el folleto de la Unión en crecimiento para dar a conocer si el capital de explotación es suficiente para cubrir las necesidades actuales del emisor o, en caso contrario, la estrategia del emisor para aportar el capital de explotación adicional necesario. En concreto, el Reglamento (UE) 2019/2115, evidencia que los emisores de instrumentos financieros admitidos a cotización en un mercado de pymes en expansión disponen de relativamente pocas simplificaciones normativas frente a los emisores de instrumentos financieros admitidos a cotización en otros SMN o mercados regulados<sup>26</sup>. En orden a poder fomentar los mercados de pymes en expansión introduce el apartado c) bis en el artículo 15.1 del Reglamento (UE) 2017/1129, y permite a los emisores, que no sean pymes, que hagan una oferta pública de acciones al mismo tiempo que solicitan la admisión de dichas acciones a cotización en un mercado de pymes en expansión optar por elaborar el folleto de la Unión en crecimiento.

<sup>25</sup> Reglamento Delegado (UE) 2020/1273, de 4 de junio de 2020 que modifica y corrige el Reglamento Delegado (UE) 2019/980. En este caso, la reforma incide en lo anterior y somete a los emisores de valores convertibles, canjeables y derivados a las normas de divulgación menos exigentes que se aplican a los valores no participativos, bajo la justificación de que los valores participativos como los convertibles, canjeables y derivados, son similares a los valores no participativos antes de su conversión o antes de que se ejerzan los derechos que confieren. Además, se confiere a los emisores la posibilidad de presentar en formato (XHTML) se limita a la información de una parte del documento de registro universal —el informe financiero anual— para que se reduzca la carga administrativa que implicaba publicar en este formato de hipertexto todo el documento de registro universal. De entre las modificaciones, se incluye la obligación de publicar la declaración sobre el capital de explotación en el folleto de la Unión en crecimiento para todos los emisores de valores participativos. Esta última modificación se introduce por el artículo 2.4.4 del Reglamento (UE) 2019/2115.

<sup>26</sup> Considerando 3 del Reglamento (UE) 2019/2115. En concreto, hace referencia a que «la escasa diferenciación entre los emisores de instrumentos financieros admitidos a cotización en mercados de pymes en expansión y los de otros SMN disuade a estos últimos de solicitar su registro como mercado de pymes en expansión, tal y como ilustra el escaso recurso a la condición de mercado de pymes en expansión hasta la fecha. Resulta, pues, oportuno introducir simplificaciones proporcionadas adicionales que fomenten adecuadamente el uso de los mercados de pymes en expansión. Debe fomentarse de forma activa el uso de los mercados de pymes en expansión. Muchas pymes todavía no conocen la existencia de dichos mercados como nueva categoría de centro de negociación».

No obstante, pese al interés decidido por diseñar un folleto de crecimiento menos gravoso que el folleto normal en cuanto a la carga administrativa y a los costes para los emisores, algunos informes han señalado que no ha habido una disminución sustancial en la extensión de los documentos presentados después de la reforma de 2019, y apuntan a que el motivo se podría encontrar en que, aunque el número de secciones que forman parte del nuevo folleto se ha reducido en comparación con un folleto normal, el número de elementos incluidos en cada sección ha aumentado, de tal manera que ahora se dedica una proporción significativamente mayor de su tiempo al proceso de cotización que antes<sup>27</sup>. En este contexto, ESMA<sup>28</sup> hace ciertas recomendaciones de política legislativa a emprender. Así, propone 1) la creación de

un régimen armonizado en términos de requisitos de admisión que, aunque potencialmente podría aumentar los costes de emisión, incidiría positivamente en el crecimiento de las pymes, 2) la realización y divulgación de informes financieros en el año anterior a la admisión a cotización pública en mercados de pymes en expansión<sup>29</sup>, lo que podría ayudar a los inversores a recuperar información útil y 3) estandarización de la información financiera periódica que, si bien igualmente podría ser más gravoso para las pymes, podría ser beneficioso establecer una lista de indicadores clave que las pymes revelaran al público; lo que contribuiría a generar en los inversores mayor confianza en mercados homogéneos y con estadísticas de fácil acceso.

<sup>27</sup> OXERA CONSULTING LLP, *Primary and secondary...*, cit., p. 68.

<sup>28</sup> ESMA: *MiFID II Review Report MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, 25 March 2021 | ESMA70-156-4103, pp. 20 y ss., [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final\\_report\\_on\\_sme\\_gms\\_-\\_mifid\\_ii.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf)

<sup>29</sup> Reformando el artículo 78.2 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565, 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.

La sustitución del folleto de la Unión de crecimiento, se sugiere así en la Propuesta de Reglamento *Listing Act*<sup>30</sup>. En concreto, se introducen en el Reglamento (UE) 2017/1129 los artículos 7.12 *ter*, 15 *bis*, 21.5 *quater* y los anexos VII y VIII. Las modificaciones establecen la posibilidad<sup>31</sup> de la elaboración y la publicación folleto de la Unión de crecimiento para las ofertas públicas de valores realizadas por determinados tipos de oferentes, entre los que se encuentran pymes y emisores cuyos valores se admiten o vayan a ser admitidos a cotización en un mercado de pymes en expansión, siempre que no tengan ya valores admitidos a cotización en un mercado regulado<sup>32</sup>.

<sup>30</sup> Si bien en la Propuesta de Reglamento *Listing Act* se utiliza el término «documento de emisión de la Unión de crecimiento», en el Informe — A9-0302/2023, del Parlamento Europeo sobre la Propuesta de Reglamento *Listing Act*, 26.10.2023, (COM(2022)0762-C9-0417/2022— 2022/0411(COD) [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0302\\_ES.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0302_ES.html), se vuelve al término original acuñado en el Reglamento (UE) 2107/1129 de «folleto de la Unión de crecimiento».

<sup>31</sup> Aunque en la Propuesta de Reglamento *Listing Act* se establece como obligación de elaborar este documento para los supuestos descritos en el artículo 15 *bis*, en el Proyecto enmendado recogido en el Informe — A9-0302/2023, se vuelve a dejar a la libertad del emisor la posibilidad de adoptar este tipo de folleto.

<sup>32</sup> En la Propuesta de Reglamento *Listing Act* se amplía el espectro de sujetos que pueden optar a este folleto: el punto b) se abre a todos los emisores distintos de las pymes cuyos valores sean o vayan a ser admitidos a cotización en un mercado de pymes en expansión sin ningún tipo de limitaciones —en el Reglamento vigente se establecía como condición previa que estos sujetos «siempre y cuando esos emisores hayan tenido una capitalización de mercado media inferior a 500 000 000 euros sobre la base de las cotizaciones de fin de año de los tres años civiles anteriores»; en el supuesto recogido en el punto c) es decir, emisores distintos de los puntos precedentes, se eleva el límite del volumen del importe agregado total en la Unión de la oferta pública de valores de 20 000 000 a 50 000 000 euros.

Respecto de la información concreta exigida, se delega en un futuro desarrollo reglamentario su contenido<sup>33</sup>, pero en el artículo 15 bis se especifica que la información a incluir debe permitir a los inversores comprender las perspectivas y los resultados financieros del emisor y los cambios significativos en la situación financiera y empresarial del emisor desde el final del último ejercicio, si ha lugar, así como su estrategia de crecimiento; la información esencial sobre los valores, incluidos los derechos vinculados a dichos valores y cualquier limitación de esos derechos y los motivos de la emisión y su impacto para la estructura general de capital del emisor, así como el uso de los ingresos. Ello significa que, con independencia del contenido reducido que se marque tiene que permitir que los inversores accedan al conocimiento suficiente de la información anterior. Además, se hace mención expresa que el objetivo del folleto es permitir a los inversores, en particular a los inversores minoristas, adoptar una decisión informada.

<sup>33</sup> El artículo 15 bis, sin embargo, ya no contiene, como el artículo 15 vigente la advertencia a la Comisión de tener en cuenta en el futuro desarrollo del contenido del folleto la reducción de la carga administrativa y coste para los emisores respecto en relación con el folleto normal (y en concreto, que se garantice la proporcionalidad entre el tamaño de la empresa y el coste de elaborar un folleto) y la necesidad de facilitar el acceso de las pymes a los mercados de capitales y minimizar los costes de las pymes garantizando al mismo tiempo la confianza del inversor al invertir en estas empresas.

Por otro lado, se establecen modelos normalizados<sup>34</sup> de este folleto, cuya extensión máxima se limita a 75 páginas<sup>35</sup>. Además, la modificación del artículo 27 permite que, cuando se haga la oferta pública de valores o se solicite admisión a cotización en un mercado regulado en el Estado miembro de origen, se pueda redactar el folleto, a elección del emisor, en una lengua aceptada por la autoridad competente del Estado miembro de origen o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (inglés)<sup>36</sup>. Si bien es cierto que el inglés es el idioma de uso preferente y mayoritario en las finanzas, tiene como efecto generar exclusión de ciertos colectivos de minoristas. En todo caso, la nota de síntesis debería proporcionarse, además, en los idiomas nacionales para facilitar el acceso de los inversores a las emisiones.

<sup>34</sup> Anexos VII y VIII, según se trate de emisiones de acciones y otros valores negociables equivalentes a acciones de empresas o distintos de los anteriores.

<sup>35</sup> La nota de síntesis, la información incorporada por referencia o la que debe facilitarse cuando el emisor tenga un historial financiero complejo o haya contraído un compromiso financiero significativo no entran dentro del citado cómputo.

<sup>36</sup> En octubre de 2020, la Comisión creó un Grupo de expertos técnicos (TESG) para supervisar y analizar el funcionamiento y el éxito de los mercados de pymes en crecimiento. En mayo de 2021, el TESG publicó su informe final sobre el empoderamiento de los mercados de capitales de la UE para las PYMEs con doce recomendaciones concretas a la Comisión y a los Estados miembros para ayudar a fomentar el acceso de las pymes, a los mercados públicos. Se basan en el trabajo ya realizado por el Foro de Alto Nivel de CMU (HLF) y en el informe de revisión MiFID II publicado recientemente por ESMA sobre el funcionamiento del régimen para los mercados de pymes en crecimiento. Las recomendaciones de TESG respecto de las emisiones de pymes fueron precisamente relativas al límite del número de páginas del folleto como máximo a 300, incluido el resumen y permitir a los emisores pymes elaborar el folleto en inglés, como lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales, con independencia

de la lengua oficial aceptada por la Autoridad Nacional Competente —ANC—. AAVV., «Empowering EU capital markets for SMEs — Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs May 2021», May 25, 2021, p. 23, <https://ssrn.com/abstract=3858732>

Se ha señalado que, en general, se advierte la preferencia de los emisores de la oferta privada de valores —dirigida a inversores institucionales y cualificados— frente a la de las emisiones públicas se produce como consecuencia de dos factores: la responsabilidad por el contenido del folleto y la nulidad de las adquisiciones realizadas por un elevado volumen de inversores minoristas<sup>37</sup>. La falta de necesidad de elaborar un folleto informativo y la falta de control por parte de la CNMV de las emisiones privadas evidentemente es un incentivo para el emisor que reduce radicalmente los riesgos y costes de emisión. Nos encontramos de nuevo ante la disyuntiva de proteger a los inversores minoristas de forma adecuada con el coste que ello implica o eliminarles de la ecuación: cuando se alcanza un nivel más o menos racional de protección de los mismos se aduce que es un obstáculo para el mercado, algo que ya hemos visto respecto de otras operaciones como las OPAs y las compraventas forzosas ( *squeeze out* ). A este respecto, ESMA consideró, ante las peticiones por parte del sector acerca de la reducción de la información que debe divulgarse en el momento de la emisión (en concreto de eliminar el requisito respecto de los informes financieros anuales) que dicha propuesta podría debilitar la protección de los inversores y podría tener efectos contraproducentes sobre la inversión, salvo que determinados segmentos de mercado fueran accesibles únicamente para inversores profesionales<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> MARTÍNEZ LÓPEZ, M.J., «Reglamento (UE) 2017/1129, sobre folleto de oferta pública y admisión de valores: ¿un ejemplo del carácter “procíclico” de la política legislativa en el mercado financiero?». *Anuario de capital riesgo*, 2017, p. 30. Este autor entiende que el legislador debe contribuir a reducir la incertidumbre respecto al folleto y lo que debe entenderse por «información suficiente» a incluir en dicho documento. Obviamente, el legislador debe racionalizar la cantidad y calidad de la información del folleto estableciendo de forma clara el contenido mínimo necesario, algo que beneficiaría tanto a los inversores como a los emisores. Ese era precisamente uno de los objetivos que buscaba el Reglamento Delegado (UE) 2019/980, de tal manera que se pudieran interpretar y aplicar de forma coherente los aspectos técnicos de las nuevas normas sobre el folleto. Ver GARCÍA RODRÍGUEZ, A., «Reglamento Delegado (UE) 2019/980 por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto de oferta pública o admisión a cotización de valores». *Anuario de capital riesgo*. 2019. p. 43.

<sup>38</sup> ESMA: *MiFID II Review Report MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, 25 March 2021 | ESMA70-156-4103, p. 18, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final\\_report\\_on\\_sme\\_gms\\_-\\_mifid\\_ii.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf)

Es cierto que la falta de delimitación suficiente del contenido del folleto enfrenta a los emisores a inseguridad jurídica, y que en este contexto solo se contempla la solución desde la perspectiva del inversor particular y no de la seguridad jurídica del emisor dado que las consecuencias de la protección de inversor minorista alcanzan a la responsabilidad por el folleto y a la nulidad del contrato de adquisición de valores<sup>39</sup>. También es cierto, que debe existir un equilibrio razonable entre la protección de ambas partes que el mercado, de lo contrario, podría producirse una gradual exclusión de los inversores minoristas de estos mercados por la preferencia de sectores que precisan de menos protección<sup>40</sup>. La cuestión es si el mercado se

puede permitir prescindir de los inversores minoristas. Ante ello, el legislador le tiene especialmente presente en el folleto de la Unión de crecimiento para que emita un consentimiento informado y adecuado, pero el uso del idioma de redacción del folleto a elección del emisor, puede suponer una barrera o forma efectiva de exclusión del minorista.

39 MARTÍNEZ LÓPEZ, M.J., «Reglamento (UE) 2017/1129, ...», cit., p. 35.

40 MARTÍNEZ LÓPEZ, M.J., «Reglamento (UE) 2017/1129, ...», cit., p. 47.

Respecto de la flexibilización de las condiciones de acceso a los centros de negociación, la CNMV como estímulo a los mercados de valores ha adoptado medidas por las que deja de solicitar documentación adicional a la ya requerida por la normativa de folletos<sup>41</sup>. En los casos en los que el folleto sea obligatorio, se dejan de solicitar los documentos como escrituras, acuerdos sociales y poderes siempre que la información relativa a los mismos, que permita identificarlos, se detalle convenientemente en el folleto (o en un documento aparte si el folleto no es exigible)<sup>42</sup>. Se trata pues, de documentos cuyo contenido, de una forma u otra, va a quedar recogido en el folleto de manera que la información se va a aportar<sup>43</sup>. Por otro lado, la propia Ley 6/2023, de 17 de marzo<sup>44</sup>, como hacían sus predecesoras, deja a salvo la potestad de la CNMV de solicitar cualquier información que estime necesaria y relevante para el ejercicio de sus funciones<sup>45</sup>.

41 Ello va en total sintonía con lo especificado en la Propuesta de Reglamento *Listing Act*, en cuyo considerando 38 se señala expresamente que «Las autoridades nacionales competentes no deben exigir documentación adicional que vaya más allá de la exigida por el Reglamento (UE) 2017/1129 para la elaboración de un folleto, un folleto de la Unión de seguimiento o un folleto de la Unión de crecimiento, o más allá de la exigida por el presente Reglamento, tal como se especifica en los actos delegados». La justificación se encuentra para el legislador en que dicha competencia ha creado diferencias importantes de procedimiento de las autoridades nacionales competentes: lo que va diametralmente en contra de los principios de la convergencia y la armonización de las normas sobre el examen y la aprobación de los folletos por parte de las autoridades competentes que promueve el Reglamento (UE) 2017-71129.

42 CNMV, Nota de prensa, «La CNMV reduce la documentación que las empresas deben presentar en las ofertas públicas y admisiones a negociación», 30 de noviembre de 2022, <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bbf66db59-207b-464b-8080-7c10d7733f8e%7d>

43 Entre otros se hace referencia, en concreto, a los compromisos de suscripción de una ampliación de capital por los accionistas, certificados originales de inmovilización de acciones objeto de una OPV, certificado del secretario del Consejo acreditando que las copias de las cuentas anuales auditadas que se depositan en la CNMV son las que fueron formuladas por el Consejo, firmadas por los Consejeros y aprobadas por sus respectivas Juntas, reglamentos de la JGA y del Consejo de Administración, acompañados de un certificado emitido por el referido secretario del consejo indicando la fecha de su aprobación, documento en el que consten los pactos parasociales existentes entre los accionistas de la sociedad, autorizaciones administrativas y contrato de liquidez. Ver CNMV, «Preguntas y respuestas sobre el régimen de folletos a publicar en las ofertas públicas y admisiones a negociación en mercados regulados», actualizado a 18 de septiembre de 2023, [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA\\_mercadoprimary.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA_mercadoprimary.pdf)

44 Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, en adelante LMVSI.

<sup>45</sup> Artículo 234.3 de la LMVSI.

En otro orden, dentro de la *Listing Act Package* se contempla una forma adicional de simplificar todo el procedimiento de acceso al mercado, que se centra en la fase de admisión a cotización. El legislador se muestra especialmente preocupado por la falta de crecimiento de los mercados financieros y la escasez de emisiones públicas (en España, precisamente fue BME Growth el que registro más operaciones de salida al mercado)<sup>46</sup>. Es por ello que la Propuesta de Directiva de reforma MiFID II, en concreto, introduce el art. 51a en la MiFID II, relativo a las condiciones específicas para la admisión a negociación de acciones, reduciendo el requisito de admisión a los mercados del nivel de difusión mínima del 25% actual se pasa al 10% de acciones en manos del público. Se espera que así que ello contribuya a alcanzar mayores niveles de competitividad frente a otros mercados que ya han implementado esta medida. No obstante, en la actualidad el artículo 66.7 del RD 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado<sup>47</sup>, en cumplimiento de la normativa vigente considera que existe una distribución suficiente si, al menos, el 25 por ciento de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público. Como excepción a lo anterior, se admite una cuantía inferior si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución entre el público. La cuestión es tener claro que, si ya se puede exceptuar este límite de difusión suficiente, parece lógico que sea compatible la evolución hacia un límite menor por debajo del cual no quepan opciones de realizar la emisión.

<sup>46</sup> GARCÍA COTO, D.J. y GARRIDO DOMINGO, J., «La transformación de la economía empieza por los mercados», *Economistas*, nº 177, 2022, p. 147.

<sup>47</sup> En adelante RD 814/2023.

## 2. Aclaración de las normas MAR y reducción de carga de información

El Reglamento (UE) 596/2014, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado<sup>48</sup> supone un régimen sólido para preservar la integridad del mercado, a través de la regulación de la información que debe darse al mercado y de su uso, es decir, la prevención de operaciones de información privilegiada, su divulgación ilícita y la manipulación de mercado. En este marco, se exige a los emisores determinados deberes de tratamiento y divulgación de la información privilegiada al mercado, sin embargo, el legislador ha valorado algunas de las exigencias especialmente gravosas. Se trata, en este caso, de implementar ciertos ajustes que contribuyan a incrementar la seguridad jurídica para el emisor, elevando la claridad jurídica y limitando sus obligaciones sin menguar la protección de los inversores y la integridad del mercado.

<sup>48</sup> Reglamento (UE) 596/2014, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE, en adelante Reglamento MAR.

No hace falta enfatizar que la información es la variable más importante del mercado de inversión por los efectos que puede provocar en el mismo. En este caso, no perjudicará a la seguridad del mercado elaborar definiciones más precisas de lo que se considera información privilegiada y eximir a los emisores de la divulgación de aquella que no sea realmente relevante para el mercado. De entre las medidas del Reglamento (UE) 2019/2115 en relación con el Reglamento MAR, destacan especialmente para los emisores cuyos instrumentos financieros estén admitidos en un mercado de pymes en expansión las excepciones introducidas respecto de las prácticas aceptadas, explicaciones por retraso de la difusión y las listas de iniciados (artículos 13, 17 y 18 del Reglamento MAR). Se trata, por un lado, de que los emisores en estos mercados puedan celebrar contratos de liquidez<sup>49</sup>, habida cuenta que la liquidez es una condición esencial para su supervivencia en el mercado por lo que la ausencia de esta herramienta puede afectar al desarrollo efectivo de estos mercados y, por ende, se reconoce como práctica aceptada, cuando sus acciones cumplan determinados requisitos. De entre los requisitos destaca el apartado d) por el cual se exige al organismo rector del mercado o la ESI que gestione el mercado de pymes en expansión reconocer por escrito ante el emisor haber recibido un ejemplar del contrato de liquidez y aceptar las condiciones de dicho contrato. En la Propuesta de Reglamento *Listing Act*<sup>50</sup>, se modifica este apartado y desaparece la obligación de aceptar las condiciones del contrato de liquidez por parte de la entidad rectora del mercado, teniendo en cuenta que no es parte en los contratos de liquidez, este requisito de que dicho operador no hace sino incrementar la complejidad del proceso<sup>51</sup> y que las condiciones del contrato se deben someter a lo especificado estrictamente por la norma.

<sup>49</sup> Art. 13.12 del Reglamento MAR. Son contratos de liquidez regulados directamente por el propio legislador europeo para los emisores de estos mercados y que complementan a las prácticas aceptadas en mercados nacionales, como es el caso de nuestro país que ya recogía de forma general esta posibilidad a través de la CCNMV 1/2017, de 26 de abril, sobre contratos de liquidez.

<sup>50</sup> Artículo 2.4 de la Propuesta de Reglamento *Listing Act* .

<sup>51</sup> Considerando 57 de la Propuesta de Reglamento *Listing Act* .

En relación con las explicaciones a la autoridad competente por el retraso en la difusión de información privilegiada, el Reglamento (UE) 2019/2115 introduce en el Reglamento MAR (artículo 17), una excepción para los emisores cuyos instrumentos financieros coticen exclusivamente en un mercado de pymes en expansión. De esta manera sólo tendrán que ofrecer las citadas explicaciones que justifiquen el retraso en caso de que así lo solicite la autoridad competente. Ello contribuye a liberar de cierta carga administrativa a dichos emisores. La cuestión se traslada entonces al supervisor nacional que debe vigilar la divulgación de información privilegiada e iniciar las diligencias oportunas en caso de dudas respecto de tal decisión.

El artículo 18 del Reglamento MAR, en su versión introducida por el Reglamento (UE) 2019/2115, respecto de la lista de iniciados, para los emisores que cotizan en mercado de pymes en crecimiento se limitó su contenido a aquellas personas que,

en el desempeño normal de sus funciones, tuvieran acceso regularmente a información privilegiada. Sin embargo, la lista precisa de iniciados es esencial y eficiente para una gestión eficaz del riesgo y no parece que su confección haga más gravoso este proceso. Lo contrario, en beneficio de una lista rígida y permanente de personas con información privilegiada podría reducir la responsabilidad de las personas con información privilegiada en sus operaciones y plantear desafíos a la investigación de los supervisores sobre presuntas malas prácticas.

### **3. Presentación de la información: unificación y punto de acceso único europeo**

El legislador pretende conciliar su objetivo de reducción de las cargas para los emisores, evitar la duplicación de la información ya divulgada y publicada en virtud de las normas de la Unión en materia de servicios financieros, permitir aportar más información voluntaria y establecer un acceso que permita a los inversores manera más eficiente y eficaz a los datos anteriores. En este objetivo ha diseñado el denominado punto de acceso único europeo (ESAP). Se trata de que este ESAP permita a los inversores encontrar en un solo lugar la mayoría de la información pertinente. A tal efecto se ha promulgado el Reglamento (UE) 2023/2859, de 13 de diciembre de 2023, por el que se establece un punto de acceso único europeo que proporciona un acceso centralizado a la información disponible al público pertinente para los servicios financieros, los mercados de capitales y la sostenibilidad<sup>52</sup>.

<sup>52</sup> En adelante, Reglamento ESAP.

El Reglamento ESAP, que será implementado y gestionado por la ESM, se basa en varios principios fundamentales:

1) Acceso no discriminatorio a la información, de tal manera que los usuarios tengan acceso directo e inmediato y de forma gratuita,

2) Información centralizada hecha pública exigida por la normativa que regula los mercados financieros y la que voluntariamente quieran aportar los emisores.

3) No hay, por tanto, nuevas obligaciones o cargas nuevas de información, pero se pretende que toda la información que se presente de forma voluntaria tenga un formato uniforme y comparable en cuanto al fondo, el valor, la utilidad y la fiabilidad con la presentada con carácter obligatorio.

4) La información será recopilada por organismos de recopilación, que tienen que estar en disposición de garantizar la integridad de los datos y la credibilidad de la fuente de la información presentada por las entidades.

5) Los organismos de recopilación realizarán validaciones técnicas automáticas respecto del cumplimiento del formato u otros requisitos y rechazar aquellos que no los cumplan.

6) Asimismo, la ESMA realizará validaciones automáticas para verificar si toda la información facilitada al ESAP por los organismos de recopilación cumple los

requisitos establecidos en la norma.

7) El control de contenido no se contempla en ningún momento y la responsabilidad por el mismo recae en las entidades (Considerando 19 Reglamento ESAP).

Desde ciertos sectores se abogaba por, al menos, recomendar la inclusión de información crucial para la evaluación de la solvencia de una empresa, como la información relevante sobre la deuda y la calidad crediticia de las empresas<sup>53</sup>. Establecer este punto de información facilita el acceso de los inversores a la misma, es decir aporta mayor comodidad con la misma seguridad, pues la veracidad del contenido sigue siendo una responsabilidad centrada en el emisor. En consecuencia, se debería advertir claramente que este sistema de información no garantiza la veracidad de los datos incluidos en la misma.

<sup>53</sup> AAVV., «Empowering EU capital markets for SMEs — Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs May 2021», May 25, 2021, p. 47, <https://ssrn.com/abstract=3858732>

#### 4. Defensa del inversor minorista y responsabilidad del emisor

Dentro del contexto de la reforma europea de los mercados financieros<sup>54</sup>, uno de los objetivos prioritarios se centra en garantizar que los consumidores puedan beneficiarse plenamente de las oportunidades de inversión que ofrecen los mercados de capitales. Es decir, las posibles reformas legislativas deben permitir a los inversores minoristas alcanzar mejores resultados de inversión que en la actualidad cuando participan en los mercados de capitales de la UE. En este sentido, la Propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE y (UE) 2016/97 por lo que respecta a las normas de protección de los inversores minoristas en la Unión, adopta una serie de medidas concretas<sup>55</sup>. En definitiva, trata de mejorar la escasa participación en el mercado de los minoristas, generando en ellos mayores niveles de confianza y seguridad. La acción normativa se focalizará en tratar de paliar ciertas deficiencias relacionadas con la información —accesibilidad y uniformidad, en el diseño y comercialización—, la falta de educación financiera y costes excesivos para ciertos productos. En consecuencia, ninguna referencia a la veracidad de los datos y la responsabilidad por la falta a la misma<sup>56</sup>. Las medidas buscan mejorar la transparencia, el asesoramiento imparcial, regular de firma más efectiva las estrategias contra las comunicaciones comerciales engañosas y adoptar normas para velar que los productos distribuidos a los inversores minoristas ofrezcan la perspectiva de obtener rentabilidad, lo que reforzará la protección del colectivo.

<sup>54</sup> Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales.

<sup>55</sup> En adelante Propuesta Directiva de protección de minoristas.

<sup>56</sup> De la importancia del folleto informativo y de la responsabilidad por las inexactitudes o falsedades de

la información, dan buena cuenta los casos de Bankia y Banco Popular que, por causa del proceso de resolución bancaria que afectó al extinto Banco Popular, han tenido una suerte diferente ante los tribunales.

Por otro lado, se implementan medidas reclamadas por el sector, de forma que se eliminan incoherencias y solapamientos de los requisitos de información, y adaptando las disposiciones sobre divulgación de información reglamentaria para que sean adecuadas para el uso digital. Además, hay medidas concretas para flexibilizar las restricciones para que los inversores minoristas sean calificados como profesionales previa solicitud<sup>57</sup>. A tal efecto, se reducen los criterios como el del valor de la cartera de productos financieros de 500 000 euros a 250 000 euros, y se introduce un criterio adicional relativo a la educación o formación pertinente<sup>58</sup>. Esta flexibilización pretende ampliar la categoría de cliente profesional a un grupo más extenso de inversores/clientes lo que incrementaría la accesibilidad a instrumentos financieros actualmente fuera de alcance de los minoristas<sup>59</sup>.

<sup>57</sup> En el anexo I de la Propuesta Directiva de protección de minoristas se modifica a tal efecto la sección II.1 del anexo II de la Directiva 2014/65/UE, MiFID II.

<sup>58</sup> En concreto, se exige que el cliente pueda proporcionar a la empresa «pruebas de haber cursado estudios reconocidos o haber recibido una formación reconocida que demuestren su comprensión de las operaciones o servicios pertinentes previstos y su capacidad para evaluar adecuadamente los riesgos».

<sup>59</sup> La propuesta del TESG Group de introducir una nueva categoría de inversores semiprofesionales, a incluir en MiFID II bajo la definición de clientes considerados profesionales previa solicitud, sujeto al cumplimiento de ciertos requisitos como la de tener una cartera financiera de más de 200.000 euros invertidos acumulativamente durante un período de 3 años en acciones, bonos, ETF, etc., o tener una experiencia profesional demostrada en el sector financiero u otro sector relevante o una certificación reconocida por la autoridad nacional. AAVV., «Empowering EU capital ...», p. 62.

Por lo tanto, los criterios basados en la riqueza deben modificarse para que tengan en cuenta a los clientes que residen en Estados miembros con un PIB medio per cápita inferior.

Por otro lado, una muestra de esa línea de flexibilización del ámbito inversión de los minoristas se opera en nuestro derecho a través del Real Decreto 1180/2023, de 27 de diciembre<sup>60</sup>, que introduce un nuevo contenido en el artículo 73 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2000, respecto del régimen de comercialización de las IICIL<sup>61</sup>. En concreto, por un lado, se elimina la restricción de limitar la comercialización de las IICIL ilíquida a inversores profesionales, ya que ahora se puede comercializar a inversores particulares que inviertan al menos 100.000 euros. Por otro lado, se permite a aquellos inversores que inviertan en base a una recomendación personalizada de un intermediario que les preste el servicio de asesoramiento, siempre que, en el caso de que su patrimonio financiero no supere los 500.000 euros, la inversión sea como mínimo de 10.000 euros, y no represente a su vez más del 10 % de dicho patrimonio<sup>62</sup>. Es decir que se permite la inversión a minoristas que, cumpliendo los requisitos cuantitativos señalados, sea específicamente recomendada por un asesor financiero en el ámbito de su ejercicio profesional. Esta intervención necesaria del asesor parece delimitar la responsabilidad entre la IICIL y este profesional para cerrar la protección del

minorista. No en vano, esta medida ya se adoptó como reforma de urgencia de la LMV, a raíz de la comercialización de pagarés de Nueva Rumasa en 2009<sup>63</sup>.

<sup>60</sup> Real Decreto 1180/2023, de 27 de diciembre, por el que se modifican el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, y el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

<sup>61</sup> Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre.

<sup>62</sup> En este caso, el legislador lo justifica precisamente en impulsar y mejorar la inversión colectiva, cuyo correcto funcionamiento beneficia al conjunto de la actividad económica, necesariamente tiene que ir unido a la protección del inversor, especialmente, el particular.

<sup>63</sup> Las emisiones de pagarés de esta empresa en 2009 se dirigieron a inversores particulares precisamente por carecer de conocimientos suficientes para evaluar el riesgo de la operación, y para evitar el control que se exigía y exige a las emisiones públicas, se diseñaron las condiciones de forma que se considerara, a tenor de lo preceptuado por la LMV como una emisión privada, lo que las privaba de cualquier escrutinio del supervisor. A raíz de este asunto se introdujeron dos modificaciones importantes en referencia con las ofertas privadas: que fuera necesario la intervención de una ESI en su comercialización y se elevaron las cuantías y condiciones para definir una oferta privada. Ver el Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril y la modificación introducida en el art. 30 bis 1 de la LMV.

### III. Responsabilidad y supervisión. Del control formal al sustancial

#### 1. La responsabilidad del emisor por la información que difunde

El emisor queda configurado frente al mercado responsable por la información que difunde, bien sea a través del folleto o bien por la información que transmite al mercado tras ser admitido a cotización. En relación con la información del folleto, el Reglamento (UE) 2017/1129, recoge los principios básicos de la responsabilidad civil del emisor en el artículo 11, donde la conecta con la información engañosa, inexacta, incoherente o insuficiente, es decir, que dicha responsabilidad se genera si la información incluida en el folleto no responde a la realidad y el folleto contiene omisiones que puedan alterar su alcance y la decisión de los inversores. A tal efecto, delega en los Estados miembros desarrollar tal régimen de responsabilidad<sup>64</sup>.

<sup>64</sup> Igualmente, la Propuesta de Reglamento Listing Act, respecto de los factores de riesgo modifica el artículo 16.1 del el Reglamento (UE) 2017/1129 en el sentido de que no se introduzcan en el folleto factores de riesgo genéricos, con el fin de utilizarlos como cláusulas de exención de responsabilidad o que puedan ocultar los factores de riesgo específicos que los inversores deben tener en cuenta.

En nuestro ordenamiento pues, la protección del inversor minorista se construye sobre la exigencia de responsabilidad al emisor por la información exigida en el folleto de tal manera que las informaciones falsas u omisiones relevantes generan dicha responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones de información recogidas en el régimen del folleto<sup>65</sup>. Desde esa perspectiva la propia LMVSI, reconoce al inversor una acción para resarcirse de los daños y perjuicios sufridos por dichas falsedades (art. 38.2)<sup>66</sup> si la inversión se realizó durante el plazo de vigencia del folleto. El desarrollo reglamentario de la responsabilidad del emisor se

produce por el RD 814/2023, en cuyo artículo 73 se matiza que, salvo que la información se hubiera corregido mediante un suplemento al folleto o se haya difundido al mercado antes de la adquisición de los valores, los responsables por el folleto estarán obligadas a indemnizar a las personas que hayan adquirido de buena fe los valores por los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de cualquier información incluida en el folleto que sea falsa, o por la omisión en el folleto de cualquier dato relevante requerido de conformidad con el Reglamento (UE) 2017/1129<sup>67</sup>.

<sup>65</sup> El folleto en sí mismo mantiene la condición de documento que delimita la responsabilidad del oferente. V. TAPIA SÁNCHEZ, M<sup>a</sup> R., *Oferta pública de suscripción: un enfoque contractual*, Edersa, 2003.

<sup>66</sup> Obviamente también se existe la posibilidad de la nulidad del consentimiento y del contrato de suscripción de valores con la consiguiente restitución de las prestaciones en forma de valores suscritos y precio de suscripción abonado, con intereses. V. TAPIA HERMIDA, A.J., «Comentario de la sentencia del Tribunal Supremo de 21 de diciembre de 2021 (890/2021) Responsabilidad civil del emisor frente a determinados inversores cualificados derivada de su folleto de salida a bolsa», en YZQUIERDO TOLSADA, M., (dir.) *Comentarios a las sentencias de unificación de doctrina: civil y mercantil*, Dykinson, vol. 13, 2021, pp. 198-200.

<sup>67</sup> Sí recoge el art. 74 del RD 814/2023 exenciones de responsabilidad si la información del folleto era verdadera y si los datos relevantes cuya omisión causó la pérdida fueron omitidos correctamente. Sin embargo, dicha excepción no operará si la persona, tras la aprobación del folleto, hubiera tenido conocimiento de la falsedad o de la omisión de la información y no adoptó la diligencia necesaria para informar diligentemente a las personas afectadas durante el plazo de vigencia del folleto.

La jurisprudencia claramente enfatiza el hecho de que, si el folleto contiene informaciones falsas<sup>68</sup> u omisiones relevantes, el ordenamiento concede al inversor una acción para resarcirse de los daños y perjuicios sufridos. En estos casos, la responsabilidad nace del incumplimiento de las obligaciones de información recogidas en el régimen del folleto, siendo especialmente importantes las referidas a la situación económica y financiera del emisor y sus previsiones de futuro, en tanto que permiten al inversor que pueda formarse un juicio fundado sobre la inversión<sup>69</sup>.

<sup>68</sup> El TS interpreta que el concepto de falsedad en este contexto debe abarcar tanto las meras inexactitudes hasta las informaciones no veraces introducidas a sabiendas. STS 890/2021, de 21 de diciembre de 2021, RJ 2022/293.

<sup>69</sup> Precisa la STS 890/20, de 21 de diciembre de 2021, RJ 2022/293, que para que nazca la responsabilidad, la información defectuosa debe ser esencial para la formación del juicio del inversor y su toma de decisiones. Las SSTs 890/2021, de 21 de diciembre de 2021, RJ 2022\293, 225/2022, de 24 de marzo de 2022, RJ 2022\1424 y 1016/2023, de 22 de junio de 2023, RJ 2023\4166, entre otras marcan esta posición en relación con el caso de la OPS de Bankia. En relación con la OPS del Banco Popular de 2016, previa a su liquidación, las sentencias al respecto sobre la falsedad del folleto informativo son abundantes, no obstante, en este caso, la STJUE de 5 de mayo de 2022, asunto C-410/2020 y la STGUE de 22 de noviembre de 2023, asunto T-330/2020 frustraron las posibles compensaciones o indemnizaciones a los afectados porque al estar la entidad inmersa en un proceso de resolución bancaria conforme a la normativa europea (MUR), no permite el ejercicio de una acción de responsabilidad o a exigir una compensación al FUR. Ver especialmente al respecto COLINO MEDIÁVILLA, J.L., «La resolución del Banco Popular y la protección del inversor en el mercado de valores», *Orizzonti del Diritto Commerciale*, nº 2, 2023, pp. 537-561. No obstante, la defensa de los afectados del Banco Popular abre un nuevo camino con el Auto del Juzgado Central de Instrucción nº 4, de 4 de marzo de 2024, Diligencias

Previas Proc. Abreviado 000042 /2017, donde se propone juzgar a diversos directivos de la entidad y a la consultora PWC por delitos de estafa a inversores y falsedad contable en la ampliación de capital de 2016 en la que los inversores participaron en base a una información aparecida en el folleto informativo, habida cuenta que los estados financieros de ese año y de 2015 no reflejaban la imagen fiel del balance ni del patrimonio, y se ofrecía una información financiera conscientemente alterada, (donde se ocultaban enormes déficits de provisiones) entresacada de las cuentas anuales del año 2015 (auditadas por PwC) y de los estados financieros a 31 de marzo de 2016 (con informe limitado de dicha auditora). Ver el auto en [https://e00-expansion.uecdn.es/opinion/documentosWeb/2024/03/04/auto\\_transformacion\\_popular.pdf](https://e00-expansion.uecdn.es/opinion/documentosWeb/2024/03/04/auto_transformacion_popular.pdf), última consulta, 8 de marzo de 2024.

La responsabilidad por la información que el emisor debe transmitir al mercado mientras permanezca admitido a cotización se recoge de forma categórica por la LMVSI. En relación con los mercados regulados, el artículo 104 señala la responsabilidad del emisor por la elaboración y publicación de los informes financieros periódicos (semestrales y anuales)<sup>70</sup>. En este contexto, la responsabilidad alcanzará a los daños y perjuicios causados a los titulares de los valores como efecto de que la información difundida no proporcione una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del emisor.

<sup>70</sup> En relación con la información periódica que deben trasladar los emisores al mercado, también se procede a la reducción de carga de información. En concreto, la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, suprimió el art. 120 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, (en adelante TRLMV) por lo que en los mercados regulados se eliminó la obligación de entregar el informe trimestral. De entre las motivaciones para eximir a los emisores de entregar dicha información se encuentra la ya referida simplificación burocrática, sin embargo, no parece que presentar dicha información suponga una carga muy pesada y su eliminación resta transparencia al mercado. Ver VILLACORTA HERNÁNDEZ, M.A., «Algunas consecuencias negativas de las medidas tomadas por la Reforma de la Ley de Mercado de Valores: Eliminación de la necesidad de ofrecer información trimestral», *Técnica Contable y Financiera*, nº 41, 2021, p. 58, quien entiende que esta medida se puede ver como una forma de que esta medida se favorece la opacidad y la ocultación de datos.

En este mismo sentido, respecto de los SMN y SOC, el artículo 71 LMVSI también responsabiliza a los emisores de los instrumentos negociados por la elaboración de la información pública que permita que los usuarios puedan formarse una opinión sobre los instrumentos negociados, conforme a la naturaleza de los usuarios y a los tipos de instrumentos negociados. En este caso, la responsabilidad alcanzará a todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los instrumentos financieros, conforme a la legislación mercantil aplicable a dicho emisor, como consecuencia de que la información no proporcione una imagen fiel del emisor<sup>71</sup>.

<sup>71</sup> Ver igualmente el art. 125 RD 814/2023.

Dentro de esas obligaciones de información periódica del emisor de instrumentos financieros admitidos a negociación en el mercado de pymes en crecimiento —el informe financiero semestral y las cuentas anuales— se encuentran recogidos en el artículo 21.2 a) del Reglamento de funcionamiento del BME MTF Equity<sup>72</sup> y el artículo 2.1 a) y b) de la Circular 3/2020 de la información a suministrar por empresas incorporadas a negociación en el segmento BME GROWTH de BME MTF Equity<sup>73</sup>.

72 Reglamento de funcionamiento del BME MTF Equity de septiembre de 2023, en adelante Reglamento BME MTF Equity, [https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2023/1\\_REGLAMENTO-BME-MTF-EQUITY-con-BME-Scaleup\\_v20230926\\_clean.pdf](https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2023/1_REGLAMENTO-BME-MTF-EQUITY-con-BME-Scaleup_v20230926_clean.pdf) .

73 En adelante Circular 3/2020 BME MTF Equity, [https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/3\\_2020\\_CIRC\\_INFORMACION\\_BME\\_Growth.pdf](https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/3_2020_CIRC_INFORMACION_BME_Growth.pdf)

## 2. Control de la CNMV sobre la información del mercado

En este apartado debemos partir del análisis de los límites de la supervisión, control y responsabilidad que corresponden a la CNMV en relación con la información que deben aportar los emisores. De esta manera, la LMVSI sujeta a supervisión por este organismo a los organismos rectores de los centros de negociación y a los emisores de valores —artículos 232 1 a) y c)—. Como consecuencia de ello y como competencia genérica, el supervisor tiene la posibilidad de adoptar medidas necesarias para asegurarse de que los sujetos supervisados cumplen la normativa aplicable, o con los requerimientos de subsanación o corrección realizados. De esta manera, se les puede exigir a tal fin, la aportación de informes de expertos independientes, auditores o de sus órganos de control interno o cumplimiento normativo (art. 234.3 j). En este contexto, es necesario que el supervisor se asegure de que se cumple la normativa por parte de los sujetos sometidos a control, pero queda al arbitrio de la CNMV solicitar información adicional si lo considera necesario.

Por otro lado, respecto de las OPV y OPS y la admisión a negociación de los valores participativos en mercados regulados, requiere que la CNMV verifique la información y documentación detallada en la norma (art. 63 LMVSI<sup>74</sup> en relación con el art. 37 LMVSI y art. 20.1 Reglamento (UE) 2017/1129). También debe la CNMV recibir y publicar la información privilegiada que señalan los arts. 226 y 227 LMVSI. Asimismo, respecto de la información periódica (informes financieros anuales y semestrales de los arts. 99 y 100 LMVSI) igualmente recae sobre el supervisor la labor de su verificación y, en consecuencia, la facultad de solicitar información adicional como informes trimestrales y otros informes necesarios (art. 234.3 t). Toda esta información referida debe constar en los registros públicos específicos de libre acceso que debe mantener la CNMV (art. 244.1 LMVSI y art. 2 c), d) h) y r) RD 815/2023, de 8 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, en relación con los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cooperación con otras autoridades y la supervisión de empresas de servicios de inversión), pero el propio art. 244.2 delimita la responsabilidad por la llevanza de estos registros a una verificación formal ya que sólo implicará el reconocimiento de que los documentos contienen toda la información requerida legalmente. Claramente se señala que en ningún caso determinará responsabilidad de la CNMV por la falta de veracidad de la información en ellos contenida. Además, el art. 39 LMVSI hace un perfecto bucle y reenvío al art. 20.9 del Reglamento (UE),

2017/1129 por cuanto este último señala que no entra a regular la responsabilidad de las autoridades supervisoras competentes por el folleto, pero al encomendar a los Estados su regulación establece el límite de que esta responsabilidad sólo debe alcanzar a la aprobación de folletos. En consecuencia, el art. 39 LMVSI se reduce a señalar la responsabilidad de la CNMV «en los términos y con el alcance previsto en el artículo 20.9 del Reglamento (UE) 2017/1129».

<sup>74</sup> Precisamente de art. 63 LMVSI se han eliminado procedimientos y ciertas obligaciones de información como el requisito de doble control: la CNMV seguirá aprobando el folleto correspondiente, pero la verificación de los requisitos de admisión se traslada al organismo rector del mercado regulado.

De todo lo anterior, se infiere claramente que la función supervisora de la CNMV se reduce a un control formal de que se aportan todos los documentos requeridos y que cuentan con la información requerida y que la responsabilidad marcada en las normas se limita a dicho control. Queda a su arbitrio realizar un control sustancial de la información y exigir documentación adicional, pero que afecte a su responsabilidad<sup>75</sup>.

<sup>75</sup> En este sentido, resulta claro el «Comunicado de la CNMV en relación con Grifols», 23 de enero de 2024,

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bdb609f21-bb23-42fa-95e4-e0309dd183d7%7d>, donde señala que las facultades de la CNMV, conforme a la normativa europea, permiten la revisión a posteriori de aspectos específicos de las cuentas de un emisor, como en este caso, y eventualmente exigir aclaraciones o cambios en la información financiera publicada. Pero que, la función de supervisión a posteriori (o sustancial) no reemplaza ni tiene el mismo alcance que el deber de los administradores y de los auditores a este respecto.

### **3. El papel del rector del mercado BME Growth y la función del asesor registrado respecto de la calidad de la información. Las enseñanzas de Gowex**

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB)<sup>76</sup> fue el escenario de un ejemplo paradigmático de falta de veracidad y control insuficiente de la información. El asunto referente a Gowex<sup>77</sup>, y que fue el origen de la posterior reforma de los SMN<sup>78</sup> a consecuencia del mismo<sup>79</sup>. Sobre este asunto, la SAP de Madrid de 13 de febrero de 2019<sup>80</sup> y la STS de 19 de abril de 2023<sup>81</sup> interpretan el alcance, eficacia y contenido de la normativa aplicable de forma diametralmente opuesta, revelando dos visiones diferentes de la configuración, funcionamiento del mercado y, por ende, de su elemento más esencial como es la información, principal garante de esa actividad. Este asunto hizo evidentes y públicas las deficiencias y limitaciones de la seguridad en el mercado de inversión, en concreto del MAB, aunque se debe tener en cuenta que comparte de forma mayoritaria rasgos con el resto de mercados en lo referente a la seguridad y control.

<sup>76</sup> El MAB, era un Sistema Múltiple de Negociación (SMN) que operaba desde 2009 y fue creado por BME y autorizado y registrado por la CNMV.

<sup>77</sup> Gowex era una empresa española cuya actividad se centraba en instalar redes de wifi gratuito en espacios abiertos de ciudades, que financiaba mediante subvenciones públicas y publicidad. Como pyme cotizaba en el MAB con gran éxito y muchos analistas destacaban el enorme potencial que presentaba, pero en realidad tanto su contabilidad como su correspondiente auditoría se cimentaban sobre

información falsa, era una estafa que seguía un esquema similar al sistema Ponzi. El problema sale a la luz cuando una firma americana anónima, Gotham, publica un informe en el que declara que las cuentas de la compañía no eran ciertas ni realistas (ciertamente era un engaño grosero como afirmaría el TS) y que aproximadamente el 90% de los ingresos que declaraba Gowex eran falsos. La cuestión puso en tela de juicio la supervisión y seguridad del mercado, ya que ni la CNMV, ni la Sociedad Rectora del MAB, eran conscientes de la situación real de Gowex. Ver sobre las falsedades de Gowex SANTOS MIRANDA, M., «El MAB: una alternativa en la financiación de las PYMES», *Técnica Contable y Financiera*, nº 24, 2019, edición electrónica, p. 5 y CHEMALI, N., SERNA, M.C., KIZILKAYA, G., GIRDALAD, S. y KLENK, J., «Let's Gowex», *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol. 20, 2015, p. 185.

78 En concreto, la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, (LFFE). Sobre el MAB y los cambios normativos ver, CALVO VERGEZ, J., «Pasado, presente y futuro del mercado alternativo bursátil (MAB)», *Revista Aranzadi Doctrina* I, nº 7, 2016, edición electrónica, pp. 11 y ss.

79 Para la prevención de nuevos escándalos la reforma operada potenció las funciones de supervisión y de información al mercado por parte de las entidades rectoras. 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 Universidad Complutense*, nº 102, 2016, <https://docta.ucm.es/rest/api/core/bitstreams/e4983648-2969-4164-85e9-14011ada84a8/content>, p. 36 y RECAMÁN GRAÑA, E., «Reflexiones en torno a Gowex y la reforma de la regulación de los Sistemas Multilaterales de Negociación», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil Universidad Complutense*, nº 104, 2016, p. 12, <https://docta.ucm.es/bitstreams/f34faf23-80e3-45c4-a092-be62ab12e876/download>

80 JUR\2019\213603.

81 JUR\2023\180923.

El MAB tuvo continuidad en el BME Growth, que desde 2020 opera y está dirigido a empresas pequeñas y medianas. Es uno de los segmentos de BME MTF Equity, en el que se integran las secciones o tramos de emisores «Empresas en Expansión» y «SOCIMI» (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria). Esta unificación que se realizó bajo el BME Growth fue autorizada por la CNMV, obteniendo el sello como SME Growth Market (Mercado de Pymes en Expansión). El BME Growth es un mercado que tiene capacidad de autorregulación interna sujeta a los contenidos de la normativa (art. 76.2 LMVSI y art. 128 RD 814/2023). En especial, vienen a colación los apartados c), d) e) y f) del art. 128.2 respecto de la publicación de información suficiente en la admisión inicial a negociación de los instrumentos financieros en el mercado, la obligación de los emisores de remisión de forma continua al organismo rector y publicación de la información financiera periódica (cuentas anuales abreviadas de la entidad y el informe de auditoría y que el SMN disponga de sistemas y controles efectivos para prevenir y detectar el abuso de mercado en dicho mercado, conforme al Reglamento MAR.

Debemos destacar que los SMN en nuestra normativa están sujetos a diversos controles de la CNMV respecto su autorización (art. 43 LMVSI y art. 120 RD 814/2023), elaboración de normas (arts. 68, 69 y 73 LMVSI y art. 122 RD 814/2023) y envío de información a la CNMV (art. 70 LMVSI y art. 124 RD 814/2023), debiendo además establecer procedimientos de supervisión y disciplina del SMN, cuya competencia recae sobre el mismo (art. 122.2 iv RD 814/2023).

En relación con la información que deben aportar los emisores, informe financiero semestral y las cuentas anuales en el BME Growth se diseñan procedimientos para exigir su cumplimiento mediante la apertura de procedimientos de supervisión y del requerimiento dentro de toda la información necesaria<sup>82</sup>, partiendo de lo prescrito por la norma el organismo rector de este mercado ha de asegurar de que existe información públicamente disponible, que permita que los usuarios puedan formarse una opinión sobre los instrumentos negociados, teniendo en cuenta tanto la naturaleza de los usuarios, como los tipos de instrumentos negociados en el SMN (art. 69.2 LMVSI). El organismo rector se limita a revisar que la información es «completa, consistente y comprensible»<sup>83</sup>.

<sup>82</sup> Regulados por la Circular 6/2020, de procedimientos de supervisión de BME MTF Equity, en adelante Circular 6/2020 del BME MTF Equity, en desarrollo del Título VIII del Reglamento BME MTF Equity [https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/6\\_2020\\_CIRC\\_SUPERVISI%C3%93N\\_BME\\_MTF\\_Equity.pdf](https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/6_2020_CIRC_SUPERVISI%C3%93N_BME_MTF_Equity.pdf)

<sup>83</sup> Párrafo final del art. 4 del Reglamento del BME MTF Equity.

Como ya anticipamos, la responsabilidad recae en los emisores por todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de que la información no proporcionare una imagen fiel del emisor (art. 71 LMVSI). En consecuencia, las obligaciones del organismo rector se extienden al control formal —tipo y cuantía de la información que requieren las normas, tal y como expresa literalmente el penúltimo párrafo del art. 4 del Reglamento del BME MTF Equity, por cuanto la información y documentación facilitada al Mercado por los emisores como causa de la incorporación de valores al mismo, o de cualesquiera de sus actualizaciones informativas o documentales, se prepara y aporta bajo la responsabilidad exclusiva de dichas entidades.

Por otro lado, sobre la figura del Asesor Registrado, que actualmente se regula por el art. 72 LMVSI para los SMN y SOC y se desarrolla por el art. 123 del RD 814/2023, recae la obligación de vigilancia del correcto cumplimiento por parte de los emisores con sus obligaciones de información determinada por la normativa aplicable tanto del mercado de valores como de la normativa interna del SMN o SOC. El art. 123 del RD 814/2023 señala y matiza que dicha función implicará «la revisión de la observancia por el emisor de las exigencias de contenido y plazos, así como, con carácter general, la consistencia con el resto de las informaciones ya publicadas en cumplimiento de las citadas normas». A este respecto, el art. 285. 2 LMVSI señala a los Asesores Registrados como responsables por incumplimientos de las obligaciones exigidas para el correcto funcionamiento del mercado, de tal manera que se considerarán infracciones muy graves si los incumplimientos no sean meramente ocasionales o aislados, o cuando la cuantía de la admisión o el número de inversores afectados sean significativos, y graves en los restantes casos. En este caso, la propia norma reconoce la potencialidad del efecto dañoso que puede tener el incumplimiento de sus obligaciones sobre los inversores.

Dentro del régimen de responsabilidad del art. 4 del Reglamento del BME MTF

Equity se hace referencia a que el Asesor Registrado<sup>84</sup> debe velar porque los emisores cumplan correctamente, tanto desde la perspectiva formal como sustantiva, con sus obligaciones de información frente a la Sociedad Rectora y los inversores (art. 5 de la Circular del BME MTF Equity 4/2020, sobre el Asesor Registrado en el segmento de negociación BME Growth)<sup>85</sup>. Este asesor tiene como misión, en caso de incorporación de los valores en el Mercado, revisar la información preparada con el fin de que cumpla con las exigencias legales y no omita datos relevantes ni induzca a confusión a los inversores. Y además debe velar que tanto el folleto informativo de oferta inicial de valores, la información periódica y la información privilegiada «sean consistente con el resto de la información publicada, que el contenido de la comunicación sea claro y completo, que se exponga de forma neutral, sin sesgos o juicios de valor que prejuzguen o distorsionen su alcance y, cuando así lo requiera su naturaleza, que el contenido de la información esté cuantificado»<sup>86</sup>.

<sup>84</sup> En el MAB, ya actuaba el Asesor Registrado para aportar seguridad a la admisión y participación de los emisores en ese mercado, cuyo coste se repercute, como es lógico, a los propios emisores.

<sup>85</sup> Circular del BME MTF Equity 4/2020, sobre el Asesor Registrado en el segmento de negociación BME Growth, en adelante Circular del BME MTF Equity 4/2020, [https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/4\\_2020\\_CIRC\\_Asesor\\_Registrado\\_BME\\_Growth.pdf](https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/4_2020_CIRC_Asesor_Registrado_BME_Growth.pdf) A este respecto, el apartado 5 de esta circular desarrolla las funciones del Asesor Registrado, exigiéndole elaborar informes sobre la información a aportar por el emisor y remitirlos al Mercado, suscribir las declaraciones que la normativa de BME MTF Equity prevea, con carácter general, con ocasión de la incorporación de valores al Mercado o en relación con la información exigible a las empresas con valores a él incorporados.

<sup>86</sup> Artículo 19.6 c) del Reglamento BME MTF Equity.

En definitiva, parece desprenderse de la nueva normativa que, respecto del contenido de la información debe controlar que sea clara, completa y consistente (coherente) con la ya difundida, pero no hace referencia a la veracidad de la misma. Es decir, se establece una figura intermedia que asume un cierto nivel de responsabilidad y que refuerza la protección de los inversores<sup>87</sup>, pero no se puede interpretar que cualquier grado de incumplimiento de su obligación supondrá la imputación de responsabilidad frente a los inversores. En todo caso, se trata de responsabilidad extracontractual como vigilante de la cotizada en el mercado, en cumplimiento de las normas del mercado, pero tal y como apuntó la citada STS de 19 de abril de 2023 para la normativa anterior<sup>88</sup>, debe entenderse de forma limitada, de forma que surge exclusivamente en los casos de negligencia grave, es decir de falseamiento grave y grosero de la información<sup>89</sup>. No puede asimilarse a la del emisor o a la del auditor de cuentas en todo caso, pues supondría un coste inasumible para los Asesores Registrados, los emisores y el mercado<sup>90</sup>.

<sup>87</sup> Ver SAGASTI AURREKOETXEA, J.J., «“Growth market”: origen, evolución y régimen vigente», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 32, 2023, edición electrónica, p. 19.

<sup>88</sup> En contra de la imputación de dicha responsabilidad a los asesores registrados en el caso Gowex, SAGASTI AURREKOETXEA, J.J., «STS núm. 539/2023, de 19 de abril, asunto “Let #s Gowex, SA” & “Ernest & Young Servicios Corporativos SL”», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 32, 2023,

edición electrónica, pp. 9 y ss. y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., «Responsabilidad civil del asesor registrado por los daños y perjuicios sufridos por los inversores en salidas al MAB: notas sobre la jurisprudencia recaída en torno al caso “Gowex”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n° 160, 2020, edición electrónica, p. 5.

89 En este sentido, la STS evidencia problemas de gobierno corporativo y la debilidad del control sustantivo en tanto que quienes debían ejercer tal control como los auditores y el asesor registrado, no advirtieron la falta de veracidad grave de la información que emanaba de la entidad, teniendo en cuenta, además que fue un tercero y con escasa información detectó la gravedad de la situación. Para VELA TORRES, P.J., “Mercado Alternativo Bursátil. Funciones y responsabilidad del asesor registrado, frente a los inversores, por la información gravemente errónea sobre una sociedad que cotiza en el sistema multilateral de negociación”, *Diario La Ley*, n° 10338, 2023, edición electrónica, p. 14, todo ello no hizo sino poner en evidencia a todo el sistema de control ordinario.

90 En este sentido, PALÁ LAGUNA, R., “La responsabilidad extracontractual del asesor registrado de Gowex en el Mercado Alternativo Bursátil”, *GA-P*, mayo 2023, <https://www.ga-p.com/publicaciones/la-responsabilidad-extracontractual-del-asesor-registra-do-de-gowex-en-el-mercado-alternativo-bursatil/>

#### IV. Conclusiones

De la exposición anterior se desprende que los objetivos urgentes del legislador europeo en el mercado de inversión son garantizar la competitividad con otros mercados y a tal fin precisa fomentar su crecimiento. En cumplimiento de dicho objetivo debe atraer tanto a los emisores como a los inversores, y a tal efecto se centra en las pymes por su potencial de crecimiento y proporción en el ecosistema empresarial y en los inversores minoristas por su escasa participación en estos mercados. De esta manera, repite como una fórmula bien engrasada que, con diversas reformas normativas, reducirá los elevados costes de información de los emisores en su salida al mercado, manteniendo la protección del inversor.

Reconocemos que la falta de delimitación suficiente del contenido del folleto enfrenta a los emisores a inseguridad jurídica, y que debe existir un equilibrio razonable entre la protección de ambas partes en el mercado. Tampoco perjudicará a la seguridad del mercado elaborar definiciones más precisas de lo que se considera información privilegiada y eximir a los emisores de la divulgación de aquella que no sea realmente relevante para el mercado. Además, establecer el punto de información ESAP facilita el acceso de los inversores a la misma, es decir aporta mayor comodidad con la misma seguridad, pues la veracidad del contenido sigue siendo una responsabilidad centrada en el emisor. En consecuencia, se debería advertir claramente que este sistema de información no garantiza la veracidad de los datos incluidos en la misma y que dicho riesgo asume directamente frente al emisor.

La cuestión es que las barreras invisibles que se generan en el mercado pueden provocar una gradual exclusión de los inversores minoristas de estos mercados por la preferencia de los emisores de sectores que precisan de menos protección y dado riesgo sistémico mayor de pérdida para los inversores que limita el acceso al mercado a los inversores institucionales o profesionales, que cuentan con una mayor capacidad de autotutela informativa, de ahí que las medidas barajadas

tiendan a ensanchar más la base de los inversores profesionales.

Dichas barreras a los minoristas se evidencian en una menor exigencia de información, en el uso del idioma de redacción del folleto a elección del emisor, que la información exigible solo sea sometida a un control formal, que aporta un nivel de seguridad bajo, y que implica para el inversor una exposición alta al riesgo de información defectuosa. La falta de un control sustancial ha provocado que se produzcan casos como Bankia, Banco Popular y Gowex (que cumplieron formalmente con la aportación de toda la información y documentación requerida por la ley) que han contribuido a generar una pérdida de credibilidad en el mercado, disminuyendo el atractivo de las compañías que cotizan en el mismo por la percepción del riesgo de los potenciales inversores en dicho mercado. Debemos recordar que los supervisores pueden realizar opcionalmente revisiones *a posteriori* de aspectos específicos de las cuentas de un emisor, pero sin reemplazar ni tener el mismo alcance que el deber de los administradores y de los auditores<sup>91</sup>, ni siquiera de los asesores registrados, a este respecto. En este sentido, la responsabilidad del asesor registrado de los SMN y SOC sólo alcanzará, respecto del contenido de la información a controlar que sea clara, completa y consistente (coherente) con la ya difundida, pero no hace referencia a la veracidad de la misma. Es decir, esta figura asume un cierto nivel de responsabilidad y que refuerza la protección de los inversores, pero no se puede interpretar que cualquier grado de incumplimiento de su obligación supondrá la imputación de responsabilidad frente a los inversores. En todo caso, se trata de responsabilidad extracontractual como vigilante de la cotizada en el mercado, en cumplimiento de las normas del mercado, debe entenderse de forma limitada, de forma que surge exclusivamente en los casos de negligencia grave, es decir de falseamiento grave y grosero de la información.

<sup>91</sup> La STS 520/2018, de 21 septiembre, RJ 2018\4167 delimita la *lex artis* del auditor. En todo caso, como comentamos en la nota 69, se abre la posibilidad de procesar a la auditora PwC por estafa y falsedad contable por la ampliación de capital del Banco Popular en 2016, en tanto que se ofrecía en el folleto informativo datos financieros que ocultaban enormes déficits de provisiones) entresacada de las cuentas anuales del año 2015 (auditadas por PwC) y de los estados financieros a 31 de marzo de 2016 (con informe limitado de dicha auditora).

## V. Bibliografía

AAVV., «Empowering EU capital markets for SMEs — Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs May 2021», May 25, 2021, pp. 1-117, <https://ssrn.com/abstract=3858732>, última consulta 2 de febrero de 2024.

CALVO VERGEZ, J., «Pasado, presente y futuro del mercado alternativo bursátil (MAB)», *Revista Aranzadi Doctrina I*, n.º 7, 2016, edición electrónica, pp. 1-24.

CHEMALI, N., SERNA, M.C., KIZILKAYA, G., GIRDALAD, S. y KLENK, J., «Let's Gowex», *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol. 20, 2015, pp. 171-192.

COLINO MEDIAVILLA, J.L., «La resolución del Banco Popular y la protección del

inversor en el mercado de valores», *Orizzonti del Diritto Commerciale* , n.º 2, 2023, pp. 537-561.

ESTEBAN RAMOS, L.M., «El folleto en las operaciones de oferta pública o admisión a cotización de valores en el derecho europeo», *Revista Española de Capital Riesgo* , n.º 3, 2020, pp. 17-31.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., «Responsabilidad civil del asesor registrado por los daños y perjuicios sufridos por los inversores en salidas al MAB: notas sobre la jurisprudencia recaída en torno al caso “Gowex”», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* , n.º 160, 2020, edición electrónica, pp. 1-24.

GARCÍA COTO, D.J. y GARRIDO DOMINGO, J., «La transformación de la economía empieza por los mercados», *Economistas* , n.º 177, 2022, pp. 144-156.

GARCÍA RODRÍGUEZ, A., «Reglamento Delegado (UE) 2019/980 por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto de oferta pública o admisión a cotización de valores». *Anuario de capital riesgo* . 2019, pp. 41-56.

MARTÍNEZ LÓPEZ, M.J., «Reglamento (UE) 2017/1129, sobre folleto de oferta pública y admisión de valores: ¿un ejemplo del carácter “procíclico” de la política legislativa en el mercado financiero?». *Anuario de capital riesgo* , 2017. p 25-50.

PALÁ LAGUNA, R., «La responsabilidad extracontractual del asesor registrado de Gowex en el Mercado Alternativo Bursátil», *GA-P* , mayo 2023, <https://www.ga-p.com/publicaciones/la-responsabilidad-extracontractual-del-asesor-registrado-de-gowex>, última consulta 2 de febrero de 2024.

PEÑAS MOYANO, M. J., «El nuevo régimen de las ofertas públicas tras el Reglamento de Folletos y la reforma del TRLMV por la Ley 5/2021», *Anuario de capital riesgo* , 2021, pp. 101-120.

PEÑEZ CARRILLO, E., «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, 2017, edición electrónica, pp. 1-12.

RECAMÁN GRAÑA, E., «Reflexiones en torno a Gowex y la reforma de la regulación de los Sistemas Multilaterales de Negociación», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil Universidad Complutense* , n.º 104, 2016, pp. 1-12, <https://docta.ucm.es/bitstreams/f34faf23-80e3-45c4-a092-be62ab12e876/download>, última consulta 2 de febrero de 2024.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., «El folleto informativo de las emisiones y O.P.Vs. Responsabilidades civiles y sistema de control público», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* , n.º 164, 2021, edición electrónica, pp. 1-50.

SAGASTI AURREKOETXEA, J.J., «Growth market»: origen, evolución y régimen vigente», *Revista de Derecho del Mercado de Valores* , n.º 32, 2023, edición electrónica, pp. 1-37.

SAGASTI AURREKOETXEA, J.J., «STS núm. 539/2023, de 19 de abril, asunto “Let #s Gowex, SA” & “Ernest & Young Servicios Corporativos SL”», *Revista de Derecho del Mercado de Valores* , n.º 32, 2023, edición electrónica, pp. 1-25.

SANTOS MIRANDA, M., «El MAB: una alternativa en la financiación de las PYMES», *Técnica Contable y Financiera* , n.º 24, 2019, edición electrónica, pp. 1-7.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Comentario de la sentencia del Tribunal Supremo de 21 de diciembre de 2021 (890/2021) Responsabilidad civil del emisor frente a determinados inversores cualificados derivada de su folleto de salida a bolsa», en YZQUIERDO TOLSADA, M. (dir.) *Comentarios a las sentencias de unificación de doctrina: civil y mercantil* , Dykinson, vol. 13, 2021, pp. 193-204.

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 Universidad Complutense* , n.º 102, 2016, pp. 1-38, <https://docta.ucm.es/rest/api/core/bitstreams/e4983648-2969-4164-85e9-14011ada84a8/content>, última consulta 2 de febrero de 2024.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Unión de mercados de capitales: el Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto de emisión y admisión de valores», *La Ley Unión Europea* , n.º 52, 2017, edición electrónica, pp. 1-12.

TAPIA SÁNCHEZ, M.<sup>a</sup> R., *Oferta pública de suscripción: un enfoque contractual* , Edersa, 2003.

VELA TORRES, P.J., «Mercado Alternativo Bursátil. Funciones y responsabilidad del asesor registrado, frente a los inversores, por la información gravemente errónea sobre una sociedad que cotiza en el sistema multilateral de negociación», *Diario La Ley* , n.º 10338, 2023, edición electrónica, pp. 1-14.

VILLACORTA HERNÁNDEZ, M.A., «Algunas consecuencias negativas de las medidas tomadas por la Reforma de la Ley de Mercado de Valores: Eliminación de la necesidad de ofrecer información trimestral», *Técnica Contable y Financiera* , n.º 41, 2021, pp. 54-60.

ZAPATA CIRUGEDA, J., «Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado regulado», en URÍA FERNÁNDEZ, F. (dir.) *La regulación del mercado de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, La Ley, 2020, edición electrónica, pp. 1-17.

#### **Relación de documentos oficiales citados.**

- BME MTF Equity, Reglamento de funcionamiento, septiembre de 2023,

---

[https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2023/1\\_REGLAMENTO-BME-MTF-EQU](https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2023/1_REGLAMENTO-BME-MTF-EQU)  
última consulta 2 de febrero de 2024.

- BME MTF Equity, Circular 3/2020 de la información a suministrar por empresas incorporadas a negociación en el segmento BME GROWTH, [https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/3\\_2020\\_CIRC\\_INFORMACI%C3%99](https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/3_2020_CIRC_INFORMACI%C3%99)  
última consulta 2 de febrero de 2024.

- BME MTF Equity, Circular 4/2020, sobre el Asesor Registrado en el segmento de negociación BME Growth, [https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/4\\_2020\\_CIRC\\_Asesor\\_Registrado](https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/4_2020_CIRC_Asesor_Registrado)  
última consulta 2 de febrero de 2024.

- BME MTF Equity, Circular 6/2020, de procedimientos de supervisión, [https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/6\\_2020\\_CIRC\\_SUPER](https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/6_2020_CIRC_SUPER)  
última consulta 2 de febrero de 2024.

- Comisión Europea, Comunicación al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción, Bruselas, 24.9.2020, COM (2020) 590 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN>, última consulta 2 de febrero de 2024.

- CNMV, Nota de prensa, «La CNMV reduce la documentación que las empresas deben presentar en las ofertas públicas y admisiones a negociación», 30 de noviembre de 2022, <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bbf66db59-207b-464b-8080-7c10d7733>  
última consulta 2 de febrero de 2024.

- CNMV, Comunicado en relación con Grifols, 23 de enero de 2024, <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bdb609f21-bb23-42fa-95e4-e0309dd18>  
última consulta 2 de febrero de 2024.

- CNMV, «Preguntas y respuestas sobre el régimen de folletos a publicar en las ofertas públicas y admisiones a negociación en mercados regulados», actualizado a 18 de septiembre de 2023, [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA\\_mercadoprimary.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA_mercadoprimary.pdf), última consulta 2 de febrero de 2024.

- ESMA, *MiFID II Review Report MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets*, 25 March 2021 | ESMA70-156-4103, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final\\_report\\_on\\_sme\\_gms\\_-\\_mifid\\_ii.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf), última consulta 2 de febrero de 2024.

-Feedback from ADICAE to Retail investment— new package of measures to increase consumer participation in capital markets, <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-ne>  
última consulta 2 de febrero de 2024.

- Feedback from BME to Retail investment— new package of measures to increase consumer participation in capital markets, <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-ne> última consulta 2 de febrero de 2024.

- Listing Act Package:

1) Propuesta de Reglamento por el que se modifican los Reglamentos 2017/1129, 596/2014 y 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 de las pequeñas y medianas empresas, Bruselas, 7.12.2022, COM (2022) 762 final, 2022/0411 (COD). [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b213de69-770d-11ed-9887-01aa75ed71a1.0001.02/DOC\\_1&](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b213de69-770d-11ed-9887-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&) última consulta 2 de febrero de 2024.

2) Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las sociedades y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas y se deroga la Directiva 2001/34/CE, Bruselas, 7.12.2022, COM (2022) 760 final, 2022/0405 (COD). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022PC0760&from=EN>, última consulta 2 de febrero de 2024.

3) Propuesta de Directiva sobre estructuras de voto múltiple en compañías que buscan la admisión a negociación de sus acciones en un mercado de PYMES en expansión, Bruselas, 7.12.2022, COM (2022) 761 final, 2022/0406 (COD). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022PC0761>, última consulta 2 de febrero de 2024.

- OXERA CONSULTING LLP; *Primary and secondary equity markets in the EU. Final Report*, November 2020, <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets> última consulta 2 de febrero de 2024.

- Parlamento Europeo, Initial Appraisal of a European Commission Impact Assessment, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/740253/EPRS\\_BRI\(2023\)740253\\_EN](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/740253/EPRS_BRI(2023)740253_EN) última consulta 2 de febrero de 2024.

- Parlamento Europeo: *BRIEFING EU Legislation in Progress: Listing Act*, p. 1, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS\\_BRI\(2023\)747111\\_EN](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN) última consulta 2 de febrero de 2024.

- Parlamento Europeo: Informe — A9-0302/2023, sobre la Propuesta de Reglamento *Listing Act*, 26.10.2023 (COM(2022)0762-C9-0417/2022—2022/0411(COD)) [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0302\\_ES.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0302_ES.html), última consulta 2 de febrero de 2024.

---

- Propuesta de Directiva por la que se modifican las Directivas (UE) 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE y (UE) 2016/97 en lo que respecta a las normas de protección de los inversores minoristas de la Unión; Bruselas, 24.5.2023, COM (2023) 279 final, 2023/0167 (COD) <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-ne> última consulta 2 de febrero de 2024.

- Propuesta de Reglamento por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 en lo que respecta a la modernización del documento de datos fundamentales; Bruselas, 24.5.2023, COM(2023) 279 final, 2023/0167 (COD). <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-ne> última consulta 2 de febrero de 2024.

---

## Análisis

---

### Voces

---

- MERCADO DE VALORES