

El nuevo régimen de las ofertas públicas tras el Reglamento de Folletos y la reforma del TRLMV por la Ley 5/2021

(The new regime of offer to the public after the Regulation on the prospectus and the reform of TRLMV by Act 5/2021)

*María Jesús Peñas Moyano
Catedrática de Derecho Mercantil
Universidad de Valladolid*

Sumario: 1. Introducción. 2. La normativa aplicable. 3. Requisitos exigidos a las ofertas públicas. 4. El folleto. 4.1 Contenido: documentos previstos. 4.2 Publicidad. 4.3 La responsabilidad derivada del folleto. 4.4. Excepciones a la obligación de elaborar y publicar un folleto. 5. Bibliografía

Resumen: *El Reglamento 2017/1129, de 14 de junio de 2017 ha venido a establecer un nuevo régimen jurídico sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado. Aunque se trata de una norma de aplicación directa, el legislador español ha realizado la adaptación correspondiente de los artículos 33 y siguientes del TRLMV, a través del artículo sexto de la Ley 5/2021, de 21 de abril, con una técnica legislativa discutible y, por supuesto, mejorable. Se desarrollan en este trabajo los principales aspectos de la reforma, en particular, los relativos al contenido y responsabilidad derivada del folleto.*

Palabras clave: *oferta pública, folleto, publicación, excepciones*

Abstract: *Regulation 2017/1129, of June 14, 2017 has come to establish a new legal regime on the prospectus that must be published in the event of a public offering or admission to trading of securities on a regulated market. Although it is a direct application rule, the Spanish legislator has made the corresponding adaptation of articles 33 and following of the TRLMV, through article six of Law 5/2021, of April 21, with a debatable legislative*

technique and, of course, room for improvement. The main aspects of the reform are developed in this work, in particular, those related to the content and responsibility derived from the prospectus.

Key words: offer to the public, prospectus, publication, exemptions

1. Introducción

Las salidas a bolsa a través de Ofertas Públicas de Suscripción (OPS) y Ofertas Públicas de Venta (OPV) han tenido un tratamiento unitario en el Derecho español como consecuencia de su consideración como ofertas públicas y la mera distinción teórica que permite realizar el punto de vista del destinatario. Es cierto que pueden diferenciarse porque en el primer caso se está ante una adquisición originaria de valores, mientras que en el supuesto de la OPV tiene lugar una adquisición de naturaleza derivativa respecto de valores que ya habían sido creados con anterioridad. Pero ambas operaciones cumplen una función económica similar de distribución de los valores, de ahí la conveniencia de aplicar a las dos el régimen jurídico del mercado primario¹. Las dos figuras, en consecuencia, aparecen recogidas en el Título III del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 octubre².

Estas ofertas públicas están presididas por el principio de libertad de emisión tal y como sigue recordando el art. 33 del TRLMV reformado, lo que supone la innecesidad de autorización administrativa previa sin perjuicio del cumplimiento de los requisitos legalmente exigidos. Se sustentan en un modelo legal de información al mercado en el que se integran un conjunto de obligaciones y deberes de información que incumben fundamentalmente al oferente que en su conjunto queda sometido a un proceso de verificación administrativa. Pero la principal obligación a cumplir para la validez de la oferta consiste en la elaboración y publicación de un folleto informativo. No obstante, se excluyen de la obligación de publicar este folleto una serie de emisiones que cumplan un conjunto de características, ya sea en función del nominal de los títulos, de los inversores a los que van dirigidas o del importe de la emisión y que aparecen recogidas en el art. 34 del TRLMV, remitiéndose fundamentalmente al Reglamento (UE) 2017/1129.

1 Vid., CONDE VIÑUELAS, V., "Ofertas públicas de venta o suscripción de valores", AA VV, *Derecho bancario y bursátil*, Cóllex, Fernando Zúñunegui (dir), Madrid, 2012, pág. 180; TAPIA HERMIDA, A.J., *Manual de Derecho del Sistema Financiero*, Iustel, 2015, págs. 475 y ss, y TAPIA SÁNCHEZ, M^a R., "Emisiones y ofertas públicas de venta", *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, coord. por Antonio Roncero Vol. 2, 2019, Aranzadi Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019, págs. 395 y 396, entre otros.

2 Con carácter general, puede consultarse: https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA_mercadoprimary.pdf

2. La normativa aplicable

La normativa aplicable viene contemplada en el Reglamento (UE) 2017/1129, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o de admisión a cotización de valores en un mercado regulado (en adelante, Reglamento de folletos), y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003. Como consecuencia de su naturaleza jurídica es de aplicación directa, en concreto en España a partir del 21 de abril de 2019 y, por tanto, sin necesidad de procederse a su transposición al Derecho nacional. El art. 49 del Reglamento refrenda además que será obligatoria su aplicación.

Con la elección de este instrumento normativo, dejando atrás el uso de la directiva, se pretende garantizar que las normas contempladas en el Reglamento se apliquen de manera uniforme en el conjunto de la Unión Europea, permitiendo al mismo tiempo una mayor rapidez para facilitar las ofertas transfronterizas de valores y al mismo tiempo homogeneizar la protección de los inversores destinatarios con un modelo de folleto más inteligible y útil³, apoyando de este modo el largo proceso de creación de la Unión del Mercado de capitales garantizando el correcto funcionamiento del mercado interior, al adecuarse a las necesidades sentidas que pasan por una reducción de los trámites y de los costes correspondientes con lo cual también se pretende beneficiar a las autoridades nacionales competentes. Por ello puede afirmarse que esta materia es uno de los ámbitos en los que la regulación europea ha avanzado más respecto a otras relativas a la regulación financiera o societaria, en la que todavía hay una gran disparidad de respuestas nacionales. La única concesión que se ha permitido a los legisladores nacionales es establecer requisitos de carácter particular sobre gobierno corporativo.⁴

En el contenido del Reglamento de folletos⁵ se reflejan numerosas remisiones a desarrollos normativos futuros. Destacan en este sentido los Reglamentos delegados (UE) 2019/979 y 2019/980 de la Comisión, ambos de 14 de marzo de 2019. El primero se refiere a determinadas

3 Vid., PILEÑO MARTÍNEZ, M.C., "Comentario sobre el nuevo régimen de folletos de ofertas públicas o admisión a cotización de valores en un mercado regulado (Reglamento (UE) 2017/1129)", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 148, 2017, págs. 2 y ss (versión electrónica). Igualmente, sobre los objetivos perseguidos por el Reglamento, vid., págs. 5 y 6. En similares términos, vid., PÉREZ CARRILLO, E.F., "Aproximación a la unificación del régimen jurídico del folleto de oferta pública de venta y admisión a cotización: el nuevo Reglamento (UE) en materia de folleto", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 20, 2017, pág. 1.

4 Vid., ZAPATA CIRUGEDA, J., "Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado regula", AA VV, *La regulación del mercado de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, F. Uría Fernández, (coord.), La Ley Wolters Kluwer, Madrid, 2021, pág. 384.

5 Ha de tenerse en cuenta también que este Reglamento ha sido modificado por el Reglamento (UE) 2021/337, de 16 de febrero, con el objeto de introducir, de forma limitada en el tiempo, un nuevo tipo de folleto de la Unión Europea en recuperación. Este régimen, en principio, pues ha de valorarse su posible prórroga, va a estar vigente entre el 18 de marzo del 2021 y el 31 de diciembre del 2022 con el objetivo de contribuir a una revitalización de la economía y a su recuperación. Con anterioridad, el Reglamento de folletos ya había sido modificado por el Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por el que se modifican la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (UE) n.º. 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión.

normas técnicas de la información financiera fundamental en la nota de síntesis del folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación. El segundo incluye normas sobre el formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto⁶.

Sin embargo, a pesar de la aplicación directa del Reglamento, se ha procedido a la adaptación de la normativa española que ha tenido lugar a través del art. 6 de la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Una adaptación que dista de ser clara y precisa y que se limita a cumplir con los mandatos mínimos de la norma comunitaria⁷, resultando por ello excesivamente escueta y basada realmente, sin que fuera necesario puesto que ya eran aplicables, en la remisión a preceptos del Reglamento. No obstante, el legislador español insiste en señalar su aplicación manifestándolo en el art. 33.2 del TRLMV, cuando el emisor esté obligado a elaborar el correspondiente folleto.

La modificación realizada por la Ley 5/2021 ha supuesto una reducción de la normativa que se contemplaba en el texto, que no se considera ya necesaria, al suprimirse el párrafo 3 de este art. 33 (“los valores serán libremente transmisibles”)⁸, también los arts. 37 y 40 que se referían respectivamente al contenido del folleto y a las medidas preventivas adoptadas por la autoridad competente del estado miembro de origen, cuando España fuera el país de acogida. También se han retocado el resto de los artículos que componen el Título III del TRLVM con excepción del art. 41⁹. El resultado es un texto poco armónico, aparentemente incompleto y con importantes e imprescindibles remisiones al Reglamento de folletos.

6 También estos Reglamentos delegados han sido objeto de modificación posterior, en concreto, por el Reglamento Delegado (UE) 2020/1272 de la Comisión de 4 de junio de 2020 que modifica y corrige el Reglamento Delegado (UE) 2019/979 por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación. Y por el Reglamento Delegado (UE) 2020/1273 de la Comisión de 4 de junio de 2020 que modifica y corrige el Reglamento Delegado (UE) 2019/980 por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado.

7 La reforma no ha incorporado determinados elementos que venían siendo demandados por los inversores para facilitar el ejercicio de las acciones de responsabilidad en caso de que el folleto adoleciera de ciertos elementos o fueran falsos algunos de los datos incorporados. En concreto, se venía reclamando mayores facilidades en relación a la prueba del daño causado y de la relación de causalidad, así como en relación a la legitimación activa. 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*, núm. 164, 2021, págs. 28 y 29.

8 VALMANA OCHAÏTA, M.: “Novedades en el régimen jurídico del folleto informativo recogidas en el proyecto de Ley, de 15 de julio de 2020, que modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras”, *Revista de derecho del mercado de valores*, núm. 27, 2020, pág. 3.

9 También ha modificado los arts. 42, 77.1 y 2, 82, 122.2 del TRLMV e incorporado un nuevo Capítulo X con la denominación “Asesores de voto” en el Título IV, comprendiendo los nuevos arts. 137 bis a 137 quinquies.

Otro dato que no ayuda a contar con una normativa clara y precisa, ni tampoco coordinada ni homogénea, es el mantenimiento de la vigencia parcial del Real Decreto 1310/2005, de 5 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos¹⁰.

3. Requisitos exigibles a las ofertas públicas

Con carácter general, la consideración como oferta pública determina el sometimiento a un conjunto de obligaciones de información precontractual respecto al órgano supervisor y respecto de los destinatarios de la oferta, constituyendo la publicación del folleto el elemento fundamental de toda la operación¹¹ con el que se pretenden eliminar las posibles asimetrías informativas existentes entre los emisores y los inversores para que puedan realizar la mejor elección posible para sus intereses.

El concepto de oferta pública, sin embargo, ha desaparecido del TRLMV, en concreto de su art. 35.1, después de la reforma realizada por la Ley 5/2021. Esto implica que se ha de acudir directamente al Reglamento de folletos en cuyo art., 2 d) aparece definida como *“una comunicación a personas, de cualquier forma y por cualquier medio, que presenta información suficiente sobre los términos de la oferta y los valores que se ofertan de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de dichos valores. Esta definición también será aplicable a la colocación de valores a través de intermediarios financieros”*.

Se está ante una cláusula general en la que no se ofrece especificación del contenido ni de la forma en que debe presentarse la oferta, pero sí recoge que se hace extensiva también a los supuestos en los que la colocación de valores tiene lugar a través de intermediarios financieros. De este modo, aquellas colocaciones de emisiones que se dirijan al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria en los que se exija la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión, aunque no sea necesaria la elaboración y publicación de un folleto, se consideran también como ofertas públicas.

10 En concreto, en su art. 25.2 se establece cuándo debe ser considerado el folleto puesto a disposición del público, a través de la publicidad pertinente en diferentes medios. Igualmente, sigue vigente la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el art. 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En concreto, su art. 4.1 establece la posibilidad de omitir determinada información del folleto cuando se den una serie de circunstancias, entre las que pueden mencionarse que la difusión de dicha información sea contraria al interés público; que la difusión de dicha información sea gravemente perjudicial para el emisor o que dicha información sea de escasa relevancia y no tenga ninguna influencia en la evaluación de la situación financiera ni en las expectativas del emisor o garantes. Por su parte, el art. 4.2 de la Orden Ministerial permite omitir información relacionada con el precio final de la oferta y el número de valores ofertados, igualmente, cuando se den determinadas circunstancias reflejadas en el precepto. Vid., al respecto, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., op. cit., pág. 4.

11 Vid., entre otros autores, TAPIA SÁNCHEZ, M^a R., op. cit., pág. 396.

La actuación de esta entidad deberá incluir, al menos, la validación de la información a entregar a los inversores y la supervisión de modo general del proceso de comercialización. Se entiende que la empresa de servicios de inversión ha de ser una sociedad de valores que pueda prestar el servicio de colocación y aseguramiento de las emisiones, según establecen los arts. 140.1.f) y 143.2 del TRLMV.

Los supuestos referidos en el art. 35 TRLMV son la colocación de emisiones de pagarés con plazo de vencimiento inferior a 365 días, ir dirigidas a menos de ciento cincuenta inversores por Estado miembro excluyendo a los inversores cualificados, por requerirse una inversión mínima igual o superior a cien mil euros o por ser su importe total en la Unión Europea inferior a ocho millones de euros, puesto que el legislador español ha optado por el límite más elevado, calculado en un periodo de doce meses, que se dirijan al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria. El límite mínimo fijado por el Reglamento a partir del cual no es necesaria la obligación de elaborar y publicar el folleto se establece en un millón de euros, cifra por debajo de la cual no está prevista la obligación, y llega hasta los ocho millones, cifra fijada en el TRLMV.

Por el contrario, no se considera oferta pública la mera admisión a cotización de valores en un sistema multilateral de negociación (SMN) ni la simple publicación de precios de compra y de venta salvo si se acompañan de una comunicación que constituya una oferta pública de valores (considerando 14 del Reglamento de folletos).

Otro requisito que ha de tenerse en cuenta es que el emisor deberá estar válidamente constituido de acuerdo con la legislación del país en el que esté domiciliado y deber estar operando de conformidad con su escritura de constitución y estatutos o documentos equivalentes. E, igualmente se requiere que los valores respeten el régimen jurídico al que estén sometidos, ambos recogidos en el art. 33.2 del TRLMV.

Han de cumplir también unos especiales requisitos de información, en concreto, la aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable; la aportación y registro, también en la CNMV, de los estados financieros del emisor preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor. Pero sin ninguna duda el requisito fundamental a efectos informativos es la elaboración, publicación y registro del correspondiente folleto.

Las salidas a bolsa también pueden tener lugar sin acudir a una oferta pública bien sea una OPS o una OPV. En este caso, la titularidad de los valores se mantiene sin cambios hasta que efectivamente comiencen su negociación en el mercado correspondiente, momento que han de esperar los potenciales adquirentes para realizar las compras al precio de negociación.

El art. 36 del TRLMV sigue recogiendo los requisitos de información precisos para estas salidas a bolsa como mercados regulados, aunque se ha modificado su apartado 2 con la eliminación de la excepción de cumplir los requisitos señalados en el apartado 1 cuando se trate de valores no participativos emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas o las entidades locales.

En esta admisión a negociación en un mercado regulado tampoco se requiere autorización administrativa previa, sino el cumplimiento de la aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que le resulta de aplicación, así como de sus estados financieros auditados conforme a la legislación que es aplicable al respecto. Las cuestiones relacionadas con la publicidad de la admisión a negociación aparecen ampliamente recogidas en el art. 22 del Reglamento de folletos y en el art. 240 del TRLMV, precepto este último que no ha sufrido modificación.

4. El folleto

Un funcionamiento eficiente de cualquier mercado primario, entendido como punto de encuentro entre oferta y demanda de financiación a través de la emisión de valores u otros activos financieros requiere de la previa garantía de un nivel de transparencia suficiente que permita adoptar a los inversores decisiones debidamente fundadas. El folleto sigue siendo la vía arbitrada para alcanzar ese objetivo y lo mismo sucede para la admisión a negociación. Por ello, el art. 34 del TRLMV destaca que los valores únicamente podrán ofertarse al público o admitirse a cotización en un mercado regulado tras la previa publicidad de un folleto que ha de adecuarse al Reglamento, eso sí, sin perjuicio de las importantes excepciones que también se contemplan y a las que se hará mención en el correspondiente apartado.

El folleto de la UE, que se ha perfilado con el Reglamento de 2017, se presenta como una puerta de acceso para los emisores que necesiten financiación, incluidas las pequeñas y medianas empresas, para acceder a los mercados de capitales europeos y puedan captar financiación de cualquier inversor comunitario. Se trata del principal instrumento de transparencia con que cuentan los inversores, siendo su principal función la de eliminar las asimetrías de información entre estos y los emisores mediante el ofrecimiento de una información mínima equivalente para todos aquellos.

4.1. Contenido: documentos previstos

Puesto que la reforma operada por la Ley 5/2021 ha suprimido el art. 37 del TRLMV dedicado al contenido del folleto, se ha de acudir ahora al art. 6 del Reglamento de folletos por ser el precepto que establece la que se considera como información necesaria básica que

ha de proporcionar el citado documento al inversor para hacer una valoración informada de los valores¹². En concreto, esta información es la relativa a la naturaleza del emisor y el tipo de valores, para que el inversor pueda hacer una evaluación informada de: a) los activos y pasivos, las pérdidas y ganancias, la situación financiera y las perspectivas del emisor y, eventualmente, del garante; b) los derechos inherentes a los valores; c) los motivos de la emisión y sus consecuencias para el emisor. La información podrá variar según los casos, atendiendo tanto a la naturaleza del emisor y el tipo de valores a que se refiere la oferta, como a las circunstancias particulares en las que se encuentre el emisor.

Por su parte, el Reglamento delegado 2019/980 establece los esquemas de información mínima para la elaboración de los folletos y el contenido que han de tener, lo que va a depender de las características de los valores de que se trate (valores participativos y no participativos, de tipo mayorista, minorista o bonos de titulización, entre otros), y el esquema de información mínima menos detallada para el folleto de crecimiento. Se incluyen también los distintos anexos que contienen los requisitos mínimos de información para los distintos tipos de folletos en función de la naturaleza del emisor, los valores, la oferta, etc. La presentación de distintas posibilidades en función de estos elementos se valora como un avance para fomentar el acceso a la financiación en los mercados de capitales.

Aparece fijado también el formato de los folletos, debiéndose diferenciar si se trata de un documento único o varios documentos separados¹³. Si el folleto se elabora en forma de documento único constará de (i) un índice, (ii) una nota de síntesis, (iii) los factores de riesgo y (iv) la información recogida en los esquemas de información mínima que sean aplicables a la operación en particular.

Cuando conste en documentos separados, tanto el documento de registro como la nota de valores constarán de (i) un índice; (ii) los factores de riesgos y (iii) la información recogida en los esquemas de información mínima que sean aplicables a la operación en particular. El sistema del folleto en documentos separados tiene interés sobre todo para los emisores recurrentes, ya que al amparo de un documento de registro o un documento de registro universal que tienen vigencia de 12 meses desde su aprobación, podrán conformarse más rápidamente los distintos folletos o folletos de base mediante la simple elaboración de la parte relativa a la nota de valores y, en su caso, la nota de síntesis.

La nota de síntesis que aparece regulada en el art. 7 del Reglamento de folletos está concebida como una fuente útil de información para los inversores, en particular para los pequeños, pues debe contener los elementos esenciales para que puedan seleccionar los valores cuya inversión vayan a tomar en consideración a la vista de la información contemplada en

12 PILEÑO MARTÍNEZ, M^º C., op. cit., pág. 7.

13 Vid., al respecto, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., op. cit., pág. 3.

el folleto¹⁴. Se busca, en cierto modo, que este documento siga el denominado modelo de datos fundamentales, regulado en el Reglamento (UE) n° 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros¹⁵. El legislador europeo parte de la consideración de que una vez leída la nota de síntesis, el potencial inversor estudiará el folleto para tomar de forma definitiva su decisión de inversión¹⁶.

Se considera como una introducción a folleto al incluir la información fundamental sobre las características y riesgos esenciales del emisor, del garante si existe y de los valores ofertados o admitidos a negociación en un mercado regulado, así como sobre las condiciones generales de la oferta. Su contenido debe ser exacto, imparcial y claro y, por supuesto, no engañoso. También debe ser breve, con una extensión máxima de siete páginas impresas en tamaño A4. Su lectura ha de ser sencilla, tanto desde un punto de vista visual, como en su redacción con un estilo que facilite su entendimiento, con un lenguaje claro, no técnico, conciso y comprensible para los inversores¹⁷.

Esta nota se divide en cuatro secciones: (i) introducción y advertencias, en particular, en relación a las pérdidas que el inversor puede llegar a sufrir (ii) información fundamental sobre el emisor (iii) información sobre los valores, incluyendo la prelación correspondiente a los valores dentro de la estructura de capital en caso de insolvencia del emisor, añadiendo el nivel de subordinación y el impacto sobre la inversión en caso de resolución¹⁸ (iv) información sobre la oferta pública de valores o sobre su admisión a negociación. El contenido de estas secciones se integra a través de respuestas a preguntas concretas con la finalidad de centrar la respuesta y dar una información valiosa al inversor. En ningún caso podrá incluir referencias cruzadas a otras partes del folleto ni incorporar información por referencia.

Sin embargo, la nota de síntesis no será necesaria cuando el folleto se refiera a la admisión de valores no participativos que vayan a negociarse en un mercado regulado o en uno de sus segmentos a los que solo accedan inversores cualificados y que tales valores tengan un valor nominal unitario mínimo de cien mil euros.

14 ZAPATA CIRUGEDA, J., op. cit., págs. 388 a 390.

15 TAPIA HERMIDA, A. J., "La transparencia en el mercado primario de valores: el Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto de emisión y admisión de valores", en AA. VV., *Liber Amicorum Gonzalo Jiménez-Blanco*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2018, pág. 440.

16 ZAPATA CIRUGEDA, J., op. cit., pág. 388.

17 Rasgos estos que deberían acompañar a todo el contenido del folleto, en tanto que el art. 6.2 del Reglamento contempla que la información de un folleto se redactará y presentará de forma fácilmente analizable, concisa y comprensible. Vid., al respecto, ZAPATA CIRUGEDA, J., op. cit., pág. 388.

18 En concreto, estos datos incorporados al folleto se consideran muy útiles puesto que permiten ofrecer al inversor una visión más completa y predictiva en relación a los posibles escenarios adversos. Vid., PILEÑO MARTÍNEZ, M^o C., op. cit., págs. 12 y 13.

Un contenido fundamental del folleto lo constituyen los factores de riesgo. El documento en cuestión tiene que limitar su información a riesgos específicos del emisor o de sus valores que tengan relevancia a la hora de adoptar una decisión de inversión informada. Se han de describir de forma adecuada todos esos factores de riesgo, señalar sus efectos en el emisor y los valores emitidos o admitidos a negociación y presentarlos en un número limitado de categorías en función de su naturaleza y ordenados por importancia. Por tanto, se ha de informar sobre la posibilidad de que tengan lugar como de la magnitud de su posible impacto negativo, incluso contemplar su clasificación mediante una escala cualitativa¹⁹

Entre tales factores se incluyen los que proceden del nivel de subordinación del valor y los posibles efectos de la declaración de concurso o procedimiento similar o los derivados de la insolvencia de la entidad de crédito o su resolución o reestructuración. También han los factores de riesgo específicos vinculados al garante y a su capacidad para cumplir sus compromisos si existiera garantía vinculada a los valores.

Pero además ha de tenerse en cuenta el llamado folleto base. En este caso, tal documento, que contiene toda la información que se requiere a un folleto, solo es posible que se otorgue cuando los valores emitidos y ofertados reúnen determinadas condiciones²⁰. Regulado por el art. 8 del Reglamento de folletos, está previsto para valores no participativos, que no implican participación en el capital, también cuando se emitan de manera reiterada. El folleto puede constar de un único documento o constar en documentos separados en cuyo caso la nota de síntesis del folleto base será particular para cada emisión. A partir del folleto base, el emisor solo tiene que elaborar una nota de síntesis para cada emisión específica que solo requiere la aprobación de la autoridad competente en caso de que incorpore las condiciones finales bien en el folleto base o en su caso en un suplemento.

Las condiciones finales del folleto base se representan en una plantilla que se cumplimenta en cada emisión en la que se indican las opciones disponibles por lo que respecta a la información, indicando la que afecta a esa emisión. Incluyen información sobre los valores y deben estar disponibles en una web indicada en el folleto base. Estas condiciones finales no pueden contradecir lo establecido por el folleto base.

Una mención específica requiere igualmente el documento de registro (universal) del que se ocupa en este caso el art. 9 del Reglamento de folletos. Este documento puede ser elaborado en cada ejercicio económico por los emisores domiciliados en la UE cuyos valores estén admitidos a negociación ya sea en mercados regulados, o en sistemas multilaterales de negociación. En él se describe la organización, tipo de negocio, situación financiera, resultados y perspectivas, gobernanza y estructura accionarial del emisor. Está previsto para

19 PILEÑO MARTÍNEZ, M^º C., op. cit., pág. 13.

20 ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, M^º C., op. cit., pág. 4.

facilitar la negociación en los mercados de valores, en particular a los emisores frecuentes, de modo que pueden elaborar sus folletos como documentos separados y publicar en cada ejercicio financiero un documento de registro universal que comprenda la descripción de la información actualizada necesaria para formarse un juicio informado sobre la actividad de la empresa, su situación financiera, sus beneficios y perspectivas de negocio, su gobierno y estructura de accionariado.

Servirse del nuevo documento de registro universal permite a los emisores beneficiarse del procedimiento de aprobación acelerado. Así, una vez publicado el principal componente del folleto consistente en este documento, la autoridad aprobará el resto de documentos, por tanto, la nota de valores y nota de síntesis, al cabo de cinco días hábiles frente al plazo general de diez días hábiles. Y, cuando la autoridad nacional competente haya aprobado durante dos ejercicios consecutivos los documentos de registro universal de un emisor, éste será considerado emisor frecuente.

El emisor debe someter este documento redactado en cada ejercicio económico a la aprobación de la autoridad competente y una vez obtenida durante dos ejercicios económicos consecutivos, el emisor podrá presentar los sucesivos documentos de registro universal a la autoridad sin necesidad de solicitar su aprobación previa. Para conservar este régimen favorable, el emisor deber presentar el documento de registro universal en cada ejercicio sucesivo, ya que si se omite su presentación se perdería el derecho a hacerlo sin aprobación previa. La elaboración de este documento tiene como objetivo permitir al emisor aprovechar las condiciones del mercado cuando aconsejen realizar una oferta pública o admisión a negociación para lo cual podrán redactar de forma ágil un folleto con la nota de valores y de síntesis.

El suplemento del folleto, regulado por el art. 23 del Reglamento, tiene como función comunicar, sin demoras injustificadas, cualquier nuevo factor significativo, error material o inexactitud grave relativo a la información incluida en el folleto que pueda afectar a la evaluación de los valores y que surja o se observe entre la fecha de aprobación del folleto y la fecha del cierre del periodo de oferta o del inicio de la cotización en un mercado regulado, si esta última fuera posterior. Cuando se publica información financiera intermedia es práctica de mercado la publicación de un suplemento de folleto.

Hay que destacar también las medidas de simplificación del contenido introducidas por el Reglamento de folletos²¹. Se establece un régimen simplificado para emisiones secundarias en el art.14, que exige de publicar un folleto completo en caso de posteriores ofertas públicas o admisiones a negociación en un mercado regulado del emisor, cuando este ya haya facilitado a los inversores la información en aplicación de la normativa de transparencia y la

21 Vid., al respecto, PÉREZ CARRILLO, E.F., op. cit., págs. 4 a 7 y ZAPATA CIRUGEDA, J., op. cit., págs. 393 a 395.

normativa de abuso de mercado (Reglamento UE 596/2014). Bastaría la publicación de un folleto simplificado independiente, con un contenido más reducido que el que obliga el régimen común, puesto que se tiene en cuenta la información que ya ha sido divulgada.

Otra de las medidas de simplificación contempladas en el Reglamento de folletos es el llamado folleto de la Unión de crecimiento (art. 15). Con este instrumento el legislador comunitario lo que pretende es fomentar el recurso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación de los mercados de capitales extra bancarios para solventar los costes de elaboración del folleto que pueden resultar desproporcionados. Las empresas que no tengan valores admitidos en un mercado regulado y que realicen ofertas públicas de valores por un importe total en la Unión Europea de hasta veinte millones de euros pueden elaborar este folleto de crecimiento. Es un documento simplificado compuesto 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. Una vez que se aprueba también obtiene, al igual que sucede con el folleto en general, el pasaporte comunitario, válido para cualquier oferta pública de valores en toda la Unión Europea, para lo cual habrá que notificar a la autoridad competente del estado de acogida para que se abstengan de someter al folleto y posibles suplementos aprobados por la autoridad de origen a un nuevo examen.

Tras la modificación realizada en el Reglamento de folletos por el Reglamento (UE) 2021/337, de 16 de febrero, y con un carácter temporal hasta el 31 de diciembre de 2022, podrá utilizarse también el denominado folleto de la Unión en recuperación (art. 14 bis). Para la utilización de este tipo de folleto se establecen en la norma limitaciones tanto de carácter objetivo como cuantitativo. Así, solo podrá ser utilizado por sociedades que coticen en mercados regulados o en mercados de pymes en expansión cuyas acciones lleven negociándose de forma continuada durante los dieciocho meses anteriores a la nueva emisión de igual modo que por los oferentes de estas acciones en las mismas condiciones temporales. Desde un punto de vista cuantitativo, el número de acciones que se pueden ofertar no ha de superar el ciento cincuenta por cien del número de acciones ya admitidas a negociación en un mercado regulado o en el de pymes en expansión y en un periodo de doce meses a contar desde la fecha de aprobación del folleto de la Unión en recuperación.

Entre sus características también ha de reseñarse su extensión limitada, con un máximo de treinta páginas en formato A4, lo que obliga a que la nota de síntesis también sea breve con una extensión máxima de dos páginas.

Además de la posibilidad de redactar folleto simplificado existen otros datos e informaciones cuya presencia en el folleto normal pueden omitirse. Puede tratarse de cuestiones relacionadas con la ausencia de precio o número preciso de títulos y otra información, pero como

contrapartida deben establecerse las correspondientes cautelas para la protección de los inversores.

A pesar de ello, la norma reglamentaria exige que los métodos y criterios de valoración han de ser lo suficientemente precisos para permitir predecir el precio y así garantizar una protección para el inversor similar a la que aporta la divulgación del precio máximo de la oferta. Para lograrlo, el legislador ofrece algunas indicaciones entre las que destaca que la mera referencia al método de prospección de la demanda no sería aceptable como método o criterio de valoración cuando en el folleto no se haya incluido un precio máximo.

Otra excepción a la necesidad de incorporar datos a la documentación del folleto exigido para realizar una oferta pública de valores, o para que sean admitidos a negociación, lo constituye la relativa a la información sensible. Se permite (considerando 56 del Reglamento de folletos) excluirla del folleto para evitar perjudicar al emisor. La vía utilizada para ello es la de la exención concreta de la autoridad competente.

Hay que hacer referencia también a la incorporación por referencias (art. 19.1 Reglamento de folletos) Se trata de situaciones en las que solo es necesario incorporar por referencia ciertas partes de un documento. En tal caso, se debe incluir en el folleto una declaración de que las partes no incorporadas carecen de relevancia para el inversor, o bien están tratadas en otros lugares del folleto.

4.2. Publicación

El emisor, oferente o persona que solicita la admisión a cotización publicará el folleto en formato electrónico en cualquiera de los sitios web mencionados en el art. 21.2 del Reglamento de folletos. Se contemplan reglas sobre la publicidad de la oferta pública o a admisión a negociación, y así se debe reflejar la mención al sitio web en el que se puede obtener el folleto. En concreto, el folleto ha de publicarse en una sección específica del sitio web del emisor, del oferente o de la persona que solicite la admisión a negociación en un mercado regulado o, en su caso, en el de los intermediarios financieros que coloquen o vendan los valores, o en el sitio web del mercado regulado para el que se solicite la admisión a negociación²². También se quiere destacar que el hecho de que se apruebe el folleto por parte de la autoridad competente no significa que la autoridad recomiende o respalde la emisión o admisión.

El Reglamento delegado 2019/979 se refiere a los hipervínculos que deben contener el folleto publicado para diferenciar los que envían a la información incorporada por referencia y los que se dirigen a sitios web cuya información no forma parte del folleto. Se deben establecer

²² Vid., PÉREZ CARRILLO, E. F., op. cit., pág. 4.

las cautelas precisas para evitar que la oferta se entienda abierta a los residentes de Estados miembros o terceros países diferentes de aquellos a los que se ofrecen los valores.

En materia de publicidad también resulta relevante la obligación de modificarla si surge un nuevo factor significativo, un error material o una inexactitud grave mencionados si la publicidad previamente difundida es materialmente inexacta o puede inducir a error. La corrección ha de realizarse y difundirse a los inversores sin demora injustificada.

Sobre los suplementos de folleto y con la finalidad de clarificar los casos en los que es necesaria su publicación, este Reglamento delegado 2019/979 fija unos supuestos en los que es obligatoria dicha actividad.

Con carácter previo, ha de procederse al examen y aprobación del folleto por parte de la autoridad competente, en concreto, la CNMV, materia regulada por el art. 39 del TRLMV, donde se va más allá señalándose la responsabilidad de la comisión por su aprobación²³, el art. 20.9 del Reglamento de folletos y el Reglamento delegado 2019/980. La autoridad ha de revisar que el folleto se ha elaborado de conformidad con las normas aplicables referidas, en función del tipo de emisor, emisión, valor, y oferta a admisión a negociación, y deber tener en cuenta si el emisor tiene un historial financiero complejo o ha asumido un compromiso financiero significativo. La autoridad puede solicitar al emisor que amplíe la información o modifique o elimine información incluida en el folleto.

En relación al carácter inteligible de la información contenida en el folleto, la autoridad debe examinar que tenga un índice claro y detallado, que no presente repeticiones innecesarias, que la información relacionada esté agrupada, esté escrito con caracteres de tamaño legible, que su estructura permite conocer su contenido, que se ha redactado en un lenguaje sencillo, que define los componentes de las fórmulas matemáticas y describe la estructura de los productos, que refiere claramente la naturaleza de las operaciones del emisor y sus actividades principales y que aclara la terminología específica del sector. Debe comprobarse además la coherencia de la información presentada contrastándola con la aportada por otras vías.

23 Si bien es cierto que se viene precisando en este ámbito que la actuación de la CNMV en relación a la obligación de aprobar el folleto, determinando que ha sido confeccionado conforme al procedimiento establecido en la norma estimando que reúne los requisitos exigidos, no significa que los datos económicos contemplados en él "sean veraces, correctos o reales". Vid., ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, M^a C., op. cit., págs. 22 y 23. Además, el art. 20.9 del Reglamento de folletos establece que *"el presente Reglamento no afectará a la responsabilidad de la autoridad competente, que seguirá rigiéndose exclusivamente por el Derecho nacional. Los Estados miembros velarán por que sus disposiciones nacionales sobre la responsabilidad de la autoridad competente sean solamente aplicables a la aprobación de folletos realizada por sus autoridades competentes"*. Vid., igualmente, VALMANA OCHAITA, M., op. cit., págs. 4 y 5. Por su parte, el art. 2. del Reglamento delegado 2017/1129, de 14 de junio, establece que la aprobación ha de ser entendida como *"el acto positivo por el que, como resultado del examen realizado por la autoridad competente del Estado miembro de origen, se concluye que el folleto es completo, comprensible y contiene información coherente"*.

Se pretende también evitar la repetición de exámenes innecesarios que pudieran dificultar el acceso a los mercados y complicar la labor de supervisión, por lo que se incluye una regla de proporcionalidad en el examen del proyecto de folleto y del documento de registro. Cuando el folleto sea sustancialmente similar a un folleto que la autoridad competente ya haya aprobado, el examen se debe limitar a la revisión de los cambios y la información afectada por ellos. Y cuando se remitan proyectos sucesivos de folleto, la autoridad competente deberá solo examinar los cambios introducidos en el folleto anterior y la información afectada por ellos.

Todos los folletos aprobados permanecerán disponibles al público diez años como mínimo desde su publicación en el sitio web.

4.3. La responsabilidad derivada del folleto

A diferencia de otras cuestiones examinadas, el Reglamento de folletos no establece unas bases comunes para determinar la responsabilidad derivada de su elaboración y publicación, sino que se remite al Derecho nacional, señalando unos mínimos que habrán de observarse y que aparecen reflejados en el régimen español en el art. 38 del TRLMV. Esta norma viene a reconocer una responsabilidad concreta por los daños y perjuicios causados a los titulares de los valores adquiridos derivada de posibles informaciones falsas u omisiones de datos fundamentales en el folleto²⁴. Por tanto, la responsabilidad surge si la información que se incluye en el folleto es falsa o inexacta o no contiene los datos relevantes para que el inversor pueda hacerse un juicio fundado sobre el negocio que se le propone, por lo cual el emisor, sus administradores o las personas relacionadas con la redacción del folleto deberán responder de los daños y perjuicios que sufran como consecuencia de esta actuación los inversores.

De forma más concreta, la norma enumera a los siguientes posibles responsables: emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado regulado y los administradores de los anteriores. También el garante de los valores en relación con la información que ha de elaborar, la entidad directora respecto de las labores de comprobación que realice y aquellas otras personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto, siempre que así conste en dicho documento y aquellas otras no incluidas entre las anteriores que hayan autorizado el contenido del folleto.

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

24 Vid., ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, M^a C., op. cit., pág. 6.

Se establece, como una de las principales novedades, que no se exija ninguna responsabilidad civil a persona alguna solamente sobre la base de la nota de síntesis, incluida cualquier traducción de la misma, salvo que sea engañosa, inexacta o incoherente en relación con las demás partes del folleto o no contenga, leía conjuntamente con el resto del folleto, la información fundamental destinada a ayudar a los inversores a decidir si deben invertir o no en los valores. Esta misma situación es aplicable a la nota de síntesis específica del folleto de la Unión de crecimiento, incluyéndose también su traducción.

La acción de responsabilidad civil por folleto del art. 38 TRLMV se basa en la negligencia o el dolo de las personas que intervienen en la elaboración del folleto, siendo este comportamiento el fundamento de la reclamación de los daños y perjuicios causados. La responsabilidad establecida tiene carácter solidario, de modo que todas las personas indicadas serán responsables de todos los daños y perjuicios que ocasionen a los titulares de valores adquiridos como consecuencia de las inexactitudes u omisiones de datos relevantes del folleto. Este carácter solidario de la responsabilidad desde el punto de vista del inversor perjudicado supone un refuerzo en la protección de sus intereses.

Una de las cuestiones fundamentales en relación a la responsabilidad derivada del folleto es la relativa a la legitimación para el ejercicio de la acción correspondiente y si esta incluye a los denominados inversores cualificados. En este sentido, ha de señalarse la predisposición hacia su incorporación como posibles legitimados²⁵ y también la legitimación activa de inversores que adquirieron en el mercado secundario durante la vigencia del folleto. La acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto.

Nada se propone, sin embargo, en relación a la prueba del daño causado por lo que continúan sin resolverse las dificultades para concretar la responsabilidad provocando un gran desánimo a la hora de realizar las oportunas reclamaciones al no estar determinada la vía precisa para lograr un resultado que solo puede ser incierto²⁶. La ausencia de datos al respecto obliga a acudir a las normas generales o a la propia jurisprudencia para concretar esta

25 Vid., al respecto, <http://ajtapia.com/2022/01/responsabilidad-civil-de-bankia-caixabank-frente-a-determinados-inversores-cualificados-derivada-de-su-folleto-de-salida-a-bolsa-la-sentencia-890-2021-de-21-diciembre-del-pleno-de-la-sala-primera/> Igualmente, TAPIA HERMIDA, A. J., “La transparencia...”, cit., págs. 437 a 439. En concreto, la sentencia 890/2021 del Tribunal Supremo de 21 de diciembre de 2021, confirma la condena a la entidad bancaria ya inexistente Bankia a indemnizar a un inversor cualificado –una mutua de seguros– apoyándose en que no se ha podido probar que dicho inversor pudiera tener acceso a una información diferente a la recogida en el folleto en relación a la verdadera situación económica de la citada entidad.

26 ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, M^a C., op. cit., págs. 6 a 8. Se plantea además si han de hacerse distinciones en relación a este aspecto relacionadas con el tipo de inversor de que se trate, esto es, si se trata de un inversor minorista o, por el contrario, un inversor cualificado respecto al que en ocasiones se establece que no resulta necesaria la obligación de publicar previamente el correspondiente folleto, teniendo en cuenta que pueden acceder por sus propios medios a la información necesaria por formularse un juicio fundado sobre la inversión., lo cual no debería limitar en modo alguno el ejercicio de la acción de responsabilidad pertinente. Se plantea también la posibilidad de ejercicio de otras posibles acciones generales en el ámbito de la teoría general de las obligaciones y de los contratos, entre las que puede considerarse la nulidad del negocio de inversión por vicio del consentimiento.

situación y permitir al inversor resarcirse de los daños y perjuicios provocados por una inversión fallida basada en datos falsos, inexactos o inexistentes.

4.4. Excepciones a la obligación de elaborar y publicar un folleto

Todos los supuestos en los que no es obligatorio para el emisor u oferente la publicación de un folleto informativo, se configuran como excepciones, estableciéndose al respecto un amplio conjunto. Es cierto, sin embargo, que estamos ante una materia regulada de forma confusa en el Reglamento y aún más en el TRLMV, repartida en sus arts. 34 y 35, modificados significativamente por la Ley 5/2021.

Con carácter general puede afirmarse que el fundamento de tales excepciones proviene bien de la ausencia de necesidad informativa del destinatario de la oferta al considerarse que no existe una situación de desequilibrio contractual al respecto; bien por la existencia de un documento anterior que cumple la función informativa; o bien porque al realizar un examen ponderador de los intereses en juego como son la necesidad de protección del inversor y el coste económico que para este emisor supone elaborar y publicar el folleto, este deba ser excepcionado, pues se pretende que esta obligación no constituya una carga desproporcionada e innecesaria en relación con estas ofertas de valores. Por tanto, el criterio conductor es la simplificación en el acceso a la financiación, y la concurrencia de circunstancias de una u otra índole que minimizan el riesgo informacional.

De este modo, existen excepciones basadas en la naturaleza del inversor a quien va dirigida la oferta, como las dirigidas exclusivamente a inversores cualificados o las ofertas dirigidas a inversores con una capacidad económica elevada. Otras excepciones se refieren al escaso número de inversores a quienes se dirige la oferta; otras se basan en el reducido valor de la oferta o bien en la naturaleza de los valores que constituyen la oferta y en la naturaleza del emisor²⁷.

En concreto, la obligación de publicar un folleto no se aplica al conjunto de ofertas públicas de valores, reflejado en el listado del art. 1. 4 del Reglamento de folletos, que encajan en los diferentes criterios clasificatorios señalados. Así, a) las ofertas de valores dirigidas exclusivamente a inversores cualificados; b) las ofertas de valores dirigidas a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los inversores cualificados; c) las ofertas de valores cuya denominación por unidad ascienda como mínimo a 100 000 euros; d) las ofertas de valores dirigidas a inversores que adquieran valores por un importe total mínimo de 100 000 euros por inversor en cada oferta individual; e) las acciones emitidas en sustitución de

²⁷ Vid., al respecto, TAPIA SÁNCHEZ, M^o R., op. cit., págs. 404 a 416. Igualmente, sobre el amplio elenco de excepciones a la obligación de elaborar el folleto, vid, PÉREZ CARRILLO, E.F., op. cit., págs. 2 y 3, y ZAPATA CIRUGEDA, J., op. cit., págs. 385 a 387.

acciones de la misma clase ya emitidas, si la emisión de tales nuevas acciones no supone ningún aumento del capital emitido; f) los valores ofertados en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, a condición de que se ponga a disposición del público un documento de conformidad y otros supuestos.

El folleto también se excluye, tal y como manifiesta el art. 1.5 del Reglamento de folletos, para la admisión de valores que ya estén admitidos a negociación en otro mercado regulado y en circulación en él durante un periodo de dieciocho meses si su previa admisión hubiera exigido la publicación del folleto. Al solicitar a nueva admisión se ha de poner a disposición del público un documento con el contenido de la nota de valores en la que se indique dónde se puede obtener el folleto y la información financiera del emisor.

El folleto tampoco será exigible, según el art. 34 del TRLMV, en el caso de ofertas al público o admisiones a negociación en mercados regulados de pagarés con plazo de vencimiento inferior a 365 días; cuando las ofertas de valores no estén sujetas a notificación de conformidad con el importe total de cada una de esas ofertas en la Unión sea inferior a ocho millones de euros, límite que se calculará sobre un período de doce meses. En el caso de las entidades de crédito, no existirá obligación de publicar un folleto cuando las ofertas de valores no estén sujetas a notificación de conformidad, y el importe total de cada una de esas ofertas en la Unión sea inferior a cinco millones de euros, límite que se calculará sobre un período de doce meses.

Cuando se de una circunstancia de excepción de la elaboración del folleto, el Reglamento permite que el emisor pueda elaborar un folleto voluntario. En tal caso, este folleto aprobado por la autoridad competente, queda sujeto al mismo régimen que el folleto obligatorio, otorgando los mismos derechos y obligaciones.

5. Bibliografía

- CONDE VIÑUELAS, V., “Ofertas públicas de venta o suscripción de valores”, AA VV, *Derecho bancario y bursátil*, Cóllex, Fernando Zonzunegui (dir), Madrid, 2012.
- PÉREZ CARRILLO, E.F., “Aproximación a la unificación del régimen jurídico del folleto de oferta pública de venta y admisión a cotización: el nuevo Reglamento (UE) en materia de folleto”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 20, 2017, págs. 1-10 (versión electrónica).
- PILEÑO MARTÍNEZ, M.C., “Comentario sobre el nuevo régimen de folletos de ofertas públicas o admisión a cotización de valores en un mercado regulado (Reglamento (UE) 2017/1129)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 148, 2017, págs. 253-286 (1-31, versión electrónica).

ROJO ALVÁREZ-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*, núm. 164, 2021, págs. 1-49 (versión electrónica).

TAPIA HERMIDA, A.J., *Manual de Derecho del Sistema Financiero*, Iustel, 2015, págs. 475-495.

“La transparencia en el mercado primario de valores: el Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto de emisión y admisión de valores”, en AA. VV., *Liber Amicorum Gonzalo Jiménez-Blanco*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2018, págs. 435 a 449.

<http://ajtapia.com/2022/01/responsabilidad-civil-de-bankia-caixabank-frente-a-determinados-inversores-cualificados-derivada-de-su-folleto-de-salida-a-bolsa-la-sentencia-890-2021-de-21-diciembre-del-pleno-de-la-sala-primera/>

TAPIA SÁNCHEZ, M^a R., “Emisiones y ofertas públicas de venta”, *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, coord. por Antonio Roncero Vol. 2, 2019, Aranzadi Thomson Reuters, Cizur Menor, 2019, págs. 393-440.

VALMAÑA OCHAITA, M.: “Novedades en el régimen jurídico del folleto informativo recogidas en el proyecto de Ley, de 15 de julio de 2020, que modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras”, *Revista de derecho del mercado de valores*, núm. 27, 2020, págs. 1-9 (versión electrónica).

ZAPATA CIRUGEDA, J., “Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado regula”, AA VV, *La regulación del mercado de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, F. Uría Fernández, (coord.), La Ley Wolters Kluwer, Madrid, 2021, págs. 381-404.

https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA_mercadoprimary.pdf

