

REVISTA
DE DERECHO
BANCARIO
Y BURSÁTIL

97

AÑO XXIV
ENERO - MARZO 2005

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN
BANCARIA Y BURSÁTIL

editorial **lex nova**

DIRECTOR
FERNANDO SÁNCHEZ CALERO

ESTUDIO COMPARATIVO SOBRE LA TRANSPARENCIA DE LOS EMISORES DE VALORES EN LOS MERCADOS ESPAÑOL Y SALVADOREÑO (*)

ELISEO SIERRA NOGUERO

*Doctor en Derecho por la Universidad de Bolonia
Profesor Lector de Derecho Mercantil en la Universidad Autónoma de Barcelona*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - 1. Consideraciones generales.**
- II. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA EMISIÓN Y NEGOCIACIÓN PÚBLICA DE VALORES.
 - 1. Planteamiento.**
- III. LOS DEBERES DE TRANSPARENCIA DE LAS EMISIONES MEDIANTE OFERTA PÚBLICA.
 - 1. Verificación de la documentación y registro público de la emisión de valores en el mercado primario. Referencia especial al régimen de responsabilidad administrativa por el registro.**

(*) Este trabajo es una versión ligeramente modificada y ampliada de la ponencia sobre "Protección del inversor en los mercados de valores" que presentó el autor en la Bolsa de Valores de El Salvador el 16 de enero de 2004.

2. Documentación a presentar en las emisiones de oferta pública de valores.

- A) Comunicación previa de la emisión.
- B) Documentación acreditativa del acuerdo de emisión adoptado, de la personalidad del emisor y de los valores que se pretenden ofrecer.
- C) Documentos contables auditados.
- D) El folleto o prospecto de emisión. Naturaleza jurídica. Contenido y modelos oficiales. Publicidad obligatoria y publicidad comercial: el tríptico.

IV. LOS DEBERES DE TRANSPARENCIA DE LOS EMISORES DE VALORES NEGOCIADOS EN BOLSA.

1. **Consideraciones generales sobre las Bolsas de Valores. Límites a la transparencia y abuso de información reservada o privilegiada (*insider trading*).**
2. **Condiciones de acceso y transparencia para admisión a negociación de valores en las Bolsas españolas.**
3. **Las obligaciones informativas de los emisores de valores admitidos a negociación en Bolsa.**
4. **Información periódica.**

- A) Cuentas anuales auditadas.
- B) Informes trimestrales y semestrales.
- C) Informe anual del gobierno corporativo.

5. **Difusión inmediata de información relevante. La obligación del emisor de disponer de una página web.**

I. INTRODUCCIÓN

1. Consideraciones generales

El análisis de los ordenamientos jurídicos español y salvadoreño en materia de mercado de valores revela una importante intervención administrativa a través de organismos institucionales: la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España (en adelante, la CNMV) y la Superintendencia del Sistema Financiero o de Valores en El Salvador (en adelante, la Superintendencia). Entre las múltiples competencias que las respectivas legislaciones les atribuyen, son análogos los términos de "supervisión e inspección del mercado de

valores" de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (en adelante, LMV española)⁽¹⁾, y los de "vigilancia del cumplimiento de las disposiciones legales aplicables a las entidades sujetas a su control y fiscalización" de la Ley orgánica de la Superintendencia, aprobada mediante Decreto n.º 806, de 20 de septiembre de 1996 y, de forma similar, de la propia Ley del mercado de valores, aprobada mediante Decreto Legislativo n.º 809, de 16 de febrero de 1994 (en adelante, LMV salvadoreña)⁽²⁾. Ambos organismos resultan así investidos de una competencia esencial de ordenación, control y supervisión de los mercados de valores y de ejecución de los mandatos legales y reglamentarios⁽³⁾.

Otra de las competencias y funciones coincidentes en ambos organismos se vincula con la información y la protección del inversor. Corresponde a la CNMV "velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de estos fines"⁽⁴⁾. La LMV salvadoreña utiliza también conceptos que redundan en esta idea con la referencia al "mercado libre y transparente (...), a la información completa y auditada sobre los emisores de valores (...), asegurando que se proporciona el flujo de información adecuada para el público en general"⁽⁵⁾. Y, precisamente, el Registro Público Bursátil, cuya finalidad es asegurar que se han cumplido los requisitos de información señalados por la

(1) Art. 13 LMV española. El régimen jurídico y económico, la organización y la naturaleza de las funciones de la CNMV han sido cuestiones ampliamente estudiadas por la doctrina española. Entre otros, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. II, 26.ª ed., McGraw-Hill, Madrid, 2004, pp. 246-247; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado financiero*, 2.ª ed., Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2000, pp. 121-130; FUERTES, M.: "La supervisión objetiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores", en *RDBB*, n.º 49, enero-marzo 1993, pp. 7-42 y SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Comisión Nacional del Mercado de Valores" (voz), en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, Civitas, Madrid, 1995, pp. 1139-1144.

(2) Art. 2 Ley Orgánica de la Superintendencia y art. 1 LMV salvadoreña.

(3) La CNMV toma su nombre y principales funciones de la "Securities and Exchange Commission" del Derecho estadounidense (ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho...*, *op. cit.*, p. 121). SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, *op. cit.*, p. 246, la considera la "pieza central" de la reforma operada por la LMV de 1988, opinión que comparte FUERTES, M.: "La supervisión...", *op. cit.*, pp. 8-9, que observa también cómo el término "supervisión" de la LMV refleja "líderes de competencias más bien borrosos y flexibles y pueden legitimar aquellas actuaciones que se crean convenientes y oportunas por la Comisión en relación con los mercados de valores".

(4) Art. 13, epíg. 2, LMV española.

(5) Exposición de motivos LMV salvadoreña.

LMV salvadoreña, es competencia de la Superintendencia⁽⁶⁾. Su propia Ley orgánica atribuye a la Superintendencia “el desarrollo del mercado de valores, velando siempre por los intereses del público inversionista”⁽⁷⁾. Por tanto, la transparencia de los mercados de valores y la protección del inversor se relacionan en ambas legislaciones con la necesidad de que el inversor disponga de la información adecuada para tomar sus decisiones de inversión con conocimiento de causa⁽⁸⁾. Y estos organismos públicos son los encargados legalmente de garantizarla, exigiendo a los intervinientes en los mercados de valores el cumplimiento de las obligaciones legales de suministro de información y dando publicidad de la misma, principalmente a través de los registros que gestionan y que están abiertos a la consulta del público⁽⁹⁾.

La transparencia informativa es exigible a los emisores que emitan valores para su suscripción y, en su caso, posterior negociación en un mercado secundario de valores. La LMV salvadoreña vincula expresamente la publicidad de la información sobre los emisores de valores con la propia “eficiencia” de los mercados de valores⁽¹⁰⁾. En España, el principio de transparencia se relaciona también con la operatividad y funcionamiento de los mercados de valores e inspira los preceptos de la LMV y su normativa de desarrollo. La transparencia del emisor es así uno de los pilares básicos de los mercados de emisión o primario y de negociación o secundarios porque se relaciona con la confianza que el emisor de los valores es capaz de transmitir al inversor. Por esto, los organismos públicos, primero, en cumplimiento de las disposiciones legales, deben exigir una información suficiente y fidedigna, efectiva, actuali-

(6) Art. 6 LMV salvadoreña.

(7) Art. 3 Ley Orgánica de la Superintendencia.

(8) Art. 6 LMV salvadoreña y art. 15 RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores y por el Real Decreto 705/2002, de 19 de julio, por el que se regula la autorización de las emisiones de deuda pública de las entidades locales) (en adelante, RD 291/1992); así como la Exposición de motivos de la Directiva comunitaria de 17 de abril de 1989.

(9) Art. 92 LMV española y art. 7 del reglamento del mercado de valores salvadoreño, aprobado mediante Decreto n.º 52, de 13 de mayo de 1999. La LMV española destaca que el registro de la CNMV tiene carácter “oficial”, lo cual puede presumirse también del Registro Público Bursátil salvadoreño, pues aunque la LMV no lo diga expresamente, se deduce de su gestión pública y de sus esenciales y principales funciones catalizadoras de información.

(10) Exposición de motivos de la LMV salvadoreña.

zada, continuada⁽¹¹⁾. Y segundo, deben ofrecer públicamente y para todos la información obtenida, sin discriminaciones⁽¹²⁾. De este modo, el inversor, en paridad de condiciones con los demás, tendrá posibilidades de determinar con conocimiento de causa el precio que está dispuesto a invertir en acciones, obligaciones u otro valor negociable. Correlativamente, la transparencia del emisor y la información a disposición del inversor, en principio, han de permitir la formación correcta de los precios de los valores⁽¹³⁾. Si las tareas relacionadas con la vigilancia y supervisión, la garantía de la transparencia y la protección del inversor, no se cumplen, o se hacen defectuosamente, los mercados de valores serán ineficientes. Como indican TAPIA HERMIDA y SÁNCHEZ GUILARTE, “si el inversor deja de confiar en los mercados de valores, sabedor de que existe un volumen importante de información a la que no accede y que le deja en situación de inferioridad, retirará su inversión”⁽¹⁴⁾ y los mercados de valores no servirán así para cumplir la función de cauce de inversión para los ahorradores y de financiación de las empresas y otros emi-

(11) BERCOVITZ, A.: “El Derecho del mercado de capitales”, en *RDBB*, núm. 29, enero-marzo 1988, p. 105 y GARCÍA-PITA, J.L.: “La difusión de información por las sociedades bancarias cotizadas”, en *RDBB*, n.º 58, abril-junio 1995, p. 313, relacionan el principio de información con la operatividad o funcionamiento del mercado, como la LMV salvadoreña la transparencia con la eficiencia del mercado. SÁNCHEZ GILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J.: “El abuso de información privilegiada (*insider trading* y operaciones de iniciados)”, en *RDBB*, n.º 28, octubre-diciembre 1987, p. 761, mencionan certeramente cómo el abuso de información privilegiada debilita la confianza de los inversores en la seriedad y efectividad del mercado de valores.

(12) Como señala ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho...*, *op. cit.*, pp. 190-191, la intervención administrativa es también una garantía del respeto a la paridad de trato de los ahorradores interesados en una oferta pública de valores, como confirma la dicción del art. 8.3 RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de valores [“la CNMV denegará motivadamente el registro de la documentación (...) que pueda (...) implicar discriminaciones entre ellos”].

(13) GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L.: “La difusión...”, *op. cit.*, p. 1527 y “Configuración jurídica de la Bolsa de Valores y de la cotización oficial”, en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Prof. Manuel Broseta*, Tirant lo blanc, Valencia, 1995, p. 1520 y CACHÓN BLANCO, J. E.: “El principio jurídico de protección del inversor en valores mobiliarios”, en *RDBB*, n.º 55, julio-septiembre 1994, p. 639, aluden a la importante función que la “cotización diaria oficial” tiene sobre los emisores, sobre los compradores y vendedores de valores, sobre terceros como los acreedores pignoraticios y sobre el mercado en general.

(14) SÁNCHEZ GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J.: “El abuso...”, *op. cit.*, p. 753.

sores de valores⁽¹⁵⁾. Por tanto, junto al interés privado del inversor y del resto de entidades que participan en los mercados y actúan de conformidad con la legislación, existe un interés público en la transparencia de los emisores de valores. Hasta el punto es así que, en caso de las sociedades anónimas cuyos valores cotizan en Bolsa, por citar el caso paradigmático de emisor de valores, de forma paulatina pero firme, puede hablarse del “estatuto jurídico de la sociedad anónima cotizada” o de “un tipo de sociedad anónima”, que asume una serie de obligaciones y deberes de transparencia financiera y política superior a la exigida al resto de sociedades anónimas⁽¹⁶⁾. De esta manera, cada sociedad anónima debe valorar si las ventajas de la negociación en Bolsa de sus valores (por notoriedad y prestigio, como fuente de financiación, para facilitar liquidez a los accionistas, como medio para disponer de un precio objetivo de sus valores, por las facilidades en la colocación de las futuras emisiones⁽¹⁷⁾, etc.), compensan asumir las importantes obligaciones legales de transparencia⁽¹⁸⁾. En caso de desaparición del interés, el emisor puede solicitar la exclusión de sus valores a la respectiva sociedad rectora de la Bolsa en que sus valores se negocian⁽¹⁹⁾. Pero entretanto acepte participar, los emisores deben cumplir los preceptos que desarrollan el principio de transparencia.

(15) CUERVO GARCÍA, A., PAREJO SAIZ, J.A. y RODRÍGUEZ SAIZ, L.: *Manual de sistema financiero*, Ariel, Barcelona, 1987, p. 14 y pp. 418-419; GARCÍA-PITA y LASTRES, J. L.: “La difusión...”, *op. cit.*, p. 306 y “Configuración...”, *op. cit.*, p. 1473; BERCOVITZ, A.: “El Derecho...”, *op. cit.*, p. 77; CACHÓN BLANCO, J.E.: “El principio...”, *op. cit.*, pp. 637-638; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho...*, *op. cit.*, p. 189 y SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Bolsas de valores”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I., *op. cit.*, p. 824. ALONSO ESPINOSA, F.J.: “Intereses del inversor y Derecho del mercado de valores”, en *RDM*, n.º 208, abril-junio 1993, pp. 418-419 y 425-426, mantiene que la liquidez es un interés tan fundamental del inversor que quizá pudiera hablarse de la existencia de un verdadero derecho a la liquidez de la inversión.

(16) Precisamente, la “Ley de Transparencia”, citada a continuación en texto, ha modificado la LMV española para incluir un nuevo título X que, bajo la rúbrica de “Sociedades cotizadas”, enumera algunas de las reglas de transparencia adicional.

(17) Como recuerda CACHÓN BLANCO, J.E.: “El régimen...”, *op. cit.*, p. 2641, el hecho de la cotización bursátil vincula a posteriores emisiones de la sociedad cotizada pues dicho hecho atribuye por sí solo el calificativo legal de oferta pública, con independencia de la efectiva publicidad o difusión de la emisión, tal y como dispone el art. 3.1.b) RD 291/1992. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, *op. cit.*, pp. 238-239, también menciona el estímulo para lograr suscriptores que supone las posibilidades de liquidez por el hecho de que el emisor se comprometa a solicitar la admisión en un mercado secundario.

(18) TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho del mercado de capitales*, Bosch, Barcelona, 2000, p. 65.

(19) Art. 34 LMV española. El art. 17 LMV salvadoreña sobre “cancelación del registro de un valor” no contempla expresamente la exclusión a solicitud del emisor.

Las funciones de supervisión de la transparencia asumidas por la CNMV y la Superintendencia se completan en ambos países con la decidida participación de las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores⁽²⁰⁾. Ambas legislaciones les atribuyen el control de la transparencia de los emisores de valores y de sus emisiones cuya inscripción en la Bolsa se pretenda.

Para concluir esta introducción, el Derecho español y el salvadoreño coinciden esencialmente en la exigencia de obligaciones de transparencia a los emisores de valores. Las diferencias esenciales son principalmente las que ha introducido con la Ley 26/2003, de 17 de julio, de reforma de la Ley española de sociedades anónimas y de la LMV, conocida como la “Ley de Transparencia”. En su virtud, se han agudizado las exigencias de difusión de información de la sociedad anónima cotizada a través del denominado “informe anual del gobierno corporativo” y su obligación de disponer de una página web para informar a sus accionistas y a los inversores sobre la propia sociedad cotizada y sobre las informaciones más relevantes que pueden afectar a la cotización de sus valores. Por otro lado, ambos ordenamientos jurídicos coinciden también en el control del cumplimiento de la transparencia a través de dos organismos públicos, la CNMV y la Superintendencia, y a través de las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores. Sin embargo, la Bolsa de Valores de El Salvador resulta investida con competencias de control y registro de la emisión que las Bolsas de Valores españolas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao no asumen.

II. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA EMISIÓN Y NEGOCIACIÓN PÚBLICA DE VALORES

1. Planteamiento

Las legislaciones española y salvadoreña distinguen entre el mercado primario y secundarios de valores⁽²¹⁾. Como especialidad, la LMV salvadoreña ofrece una definición legal, que no está contenida en la LMV española. En concreto, la LMV salvadoreña identifica el “mercado primario como aquel en que los emisores y los compradores participan directamente o a través de casas de corredores de Bolsa, en la compra y venta de valores *ofrecidos al público por*

(20) Arts. 48 LMV española y 21 LMV salvadoreña.

(21) Arts. 25 a 30 LMV española, sobre el mercado primario, y arts. 31 a 61, sobre los mercados secundarios oficiales de valores, que incluyen las Bolsas de Valores, el mercado de deuda pública en anotaciones, los mercados de futuros y opciones y cualesquiera otros estatales autorizados o, que siendo de ámbito autonómico, autoricen las Comunidades Autónomas (organización política de las regiones en España). En El Salvador, la LMV reconoce la distinción entre mercado primario y secundario en los arts. 5.c) y 5.e) y 72-73.

primera vez”⁽²²⁾. De acuerdo con el principio de la autonomía de la voluntad de los contratantes, el emisor de valores no está en general obligado a realizar una oferta pública para obtener inversores. El sistema clásico es la “colocación privada”, denominación utilizada en la práctica y en el Derecho de algunos países para reconocer precisamente el carácter privado que puede revestir una emisión de valores y su suscripción o compra⁽²³⁾. Sin embargo, resulta evidente que la colocación privada puede no satisfacer a todas las empresas, especialmente a aquellas que requieren de sistemas organizados de financiación sistemática a través de ampliaciones de capital o emisión de obligaciones⁽²⁴⁾. El Derecho del mercado de valores proporciona una opción para que los emisores de valores puedan recurrir al ahorro público mediante una oferta dirigida al público en general o a un determinado sector del mismo⁽²⁵⁾. La oferta pública de valores se sujeta a una normativa imperativa cuya finalidad es asegurar, como hemos visto, que el inversor pueda hacerse un juicio fundado sobre la inversión que la sociedad anónima u otro emisor realiza. Como indica L.J. CORTÉS, “la ausencia de negociación entre las partes se suple mediante el control administrativo de la distribución y difusión de información mínima a favor de los potenciales inversores en el mercado primario de valores”⁽²⁶⁾.

Por el contrario, el mercado secundario es “aquel en que los valores son negociados por segunda o más veces. En él los emisores ya no son los oferentes

(22) Arts. 5.c) y 72 LMV salvadoreña.

(23) FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. y GÓMEZ-JORDANA MOYA, I.: *La colocación privada de valores*, Civitas, Madrid, 1999, p. 17.

(24) CACHÓN BLANCO, J. E.: “El régimen jurídico de la sociedad anónima cotizada en Bolsa de Valores, con especial referencia a la incidencia en el tema de las Leyes 37/1998, 50/1998 y 55/1999 y de otros desarrollos propios del mercado de valores”, en *Derecho de Sociedades, Libro Homenaje al Prof. Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 2633-2634, señala que las sociedades anónimas recurren más frecuentemente a los mercados de valores, que presentan el atractivo de la negociación bursátil de los derechos de suscripción preferente (art. 158.3 de la Ley de sociedades anónimas, aprobada mediante Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, en adelante, LSA).

(25) FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. y GÓMEZ-JORDANA MOYA, I.: *La colocación...*, *op. cit.*, p. 21, confirman que la colocación privada tiene lugar de forma más flexible y ágil, por cuanto no está sometida, entre otras diferencias, a las obligaciones de transparencia a que se somete el emisor de valores que pretende colocarlos en régimen de mercado, principalmente, el folleto informativo.

(26) CORTÉS, L.J.: “Mercado de valores (I) Organización. La inversión colectiva”, en *Lecciones de Derecho mercantil*, Thomson-Civitas, Madrid, 2003, p. 677, que matiza, con todo, que la oferta puede experimentar variaciones, pero la aceptación es adhesiva, sin implicar modificaciones esenciales en la oferta inicial.

de dichos valores”⁽²⁷⁾. F. SÁNCHEZ CALERO indica que “en el mercado primario hay una adquisición originaria de valores que acceden al mercado organizado, mientras que en el mercado secundario se produce una adquisición derivativa de valores que ya han accedido al mercado”⁽²⁸⁾. L.J. CORTÉS remarca que “en oposición al mercado primario, de emisión, el mercado secundario se caracteriza por la negociación de activos ya constituidos y en circulación”⁽²⁹⁾. Las obligaciones de transparencia del emisor se extienden al mercado secundario, pues las acciones, por ejemplo, son participaciones del capital de una sociedad anónima y su valor real depende de las variaciones del patrimonio social y de sus expectativas de negocio⁽³⁰⁾.

Advertida la unidad de principios de transparencia e información de los emisores de valores en España y El Salvador, procedemos a destacar las características de ambas legislaciones, con mención a las diferencias esenciales.

III. LOS DEBERES DE TRANSPARENCIA DE LAS EMISIONES MEDIANTE OFERTA PÚBLICA

1. Verificación de la documentación y registro público de la emisión de valores en el mercado primario. Referencia especial al régimen de responsabilidad administrativa por el registro

Una diferencia entre el mercado primario español y salvadoreño se refiere a los órganos de supervisión de la documentación que debe suministrar el emisor de valores que pretende formalizar una oferta pública de valores. El Derecho salvadoreño prevé una duplicidad de control Bolsa de Valores-Superinten-

(27) Arts. 5.e) y 73 LMV salvadoreña.

(28) SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, *op. cit.*, p. 233.

(29) CORTÉS, L.J.: “Mercado...” *op. cit.*, p. 677.

(30) GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “La sociedad anónima. Las acciones. Las obligaciones”, en *Lecciones de Derecho mercantil*, *op. cit.*, p. 299. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L.: “La difusión...”, *op. cit.*, p. 305, alude a la especial necesidad de información atendiendo a la naturaleza de los valores negociables, que califica como “mercancía peligrosa”. Argumento que remarca DE LA CUESTA RUTE, J.M.: “Las responsabilidades de las administraciones Públicas por las alegaciones publicitarias de contenido financiero”, en *RDBB*, n.º 18, abril-junio 1985, p. 267, señalando que la protección no se plantea tanto en el desequilibrio en que se encuentran el adquirente y el emisor, sino en la incorporealidad de los derechos adquiridos y la dependencia de su efectivo contenido económico de la realidad del proceso económico.

dencia en la emisión de valores⁽³¹⁾. En Derecho español, las Bolsas de Valores se consideran mercados secundarios oficiales de valores y no fiscalizan el mercado primario o de emisión; la CNMV asume en exclusiva el deber de verificar el cumplimiento de los requisitos de transparencia exigidos al emisor⁽³²⁾.

El mercado primario o de emisión salvadoreño está así sometido a un doble control de la información: de la Bolsa de Valores y, tras ella, de la Superintendencia⁽³³⁾. Ambos tienen capacidad para exigir del emisor documentación adicional, la sustitución de la información que induzca a error o confusión por otra nueva o las aclaraciones pertinentes⁽³⁴⁾, así como de denegar de forma razonada la inscripción⁽³⁵⁾. El emisor de valores al que le sea denegada la inscripción de su emisión de valores por la Bolsa o al que no se le conteste sobre la solicitud de acuerdo con los plazos fijados en su normativa interna, podrá recurrir en revisión ante la Superintendencia⁽³⁶⁾. Cuando la Bolsa acepte la inscripción, es su Junta Directiva la encargada de solicitar la anotación del emisor y de su emisión de valores en el citado Registro Público Bursátil. En cualquier caso, es de notable importancia señalar que, como mercado primario, la colocación de una emisión de valores inscrita en una Bolsa, y registrada en la Superintendencia, podrá hacerse dentro o fuera de la Bolsa, directamente por emisor o a través de contratos de suscripción y colocación con casas de corredores. El registro, como señala la propia LMV, no condicionará a dichos valores a ser transados únicamente en Bolsa⁽³⁷⁾.

La emisión de valores en el mercado primario español mantiene, según hemos adelantado, una neta separación con las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores. La LMV española establece que la verificación de la documentación exigida para emitir valores en oferta pública la realiza la CNMV. De acuerdo con la doctrina española, la naturaleza de su intervención es regla-

(31) Arts. 3.9 y 33 LMV salvadoreña.

(32) Art. 31 LMV española.

(33) Art. 9 LMV salvadoreña.

(34) Norma n.º 4 de la Comunicación aprobada por el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero sobre "normas para precisar si una oferta de valores es pública", en sesión n.º CD-27/95, de 17 de mayo de 1995.

(35) Art. 33, ap. 2.º, y art. 9 LMV.

(36) Art. 40 LMV.

(37) Art. 72 LMV.

da⁽³⁸⁾, de modo que si se cumplen los requisitos normativos exigidos para la denominada comunicación previa, los documentos acreditativos del acuerdo de emisión, los informes de auditoría de las cuentas anuales y el folleto informativo, la CNMV no podrá denegar discrecionalmente el registro, que tendrá lugar en un plazo de un mes desde la presentación completa de los documentos⁽³⁹⁾. En este sentido, la LMV atribuye a la CNMV el deber de someter a control del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas aquellos informes de auditoría de las cuentas anuales en los que aprecie incumplimiento de la legislación en materia de auditoría de cuentas o de las normas técnicas de auditoría⁽⁴⁰⁾. Sin embargo, no queda obligada a verificar la veracidad de los datos contables suministrados por el emisor. Igual ocurre con el folleto informativo, pieza también esencial de desarrollo del principio de transparencia; la CNMV puede exigir al emisor que incluya en el mismo cuanta información adicional sea necesaria o incluir o hacer incluir en el mismo advertencias o explicaciones para la adecuada información y protección de los inversores y la transparencia del mercado⁽⁴¹⁾. Pero no parece que la LMV le reserve facultad para sustituir al inversor en su valoración de la potencial rentabilidad o solvencia del emisor para cumplir sus compromisos⁽⁴²⁾.

Sin embargo, como pieza central del organigrama de la eficiencia y transparencia de los mercados de valores y en la protección del inversor, la CNMV no se limita a diligenciar la documentación, pues puede negar motivadamente su registro cuando aprecie en el acuerdo de emisión infracciones muy graves

(38) JIMÉNEZ BLANCO, G. y HERNÁNDEZ ABELLÓ, A.: "El control administrativo de las emisiones de valores: antecedentes y régimen vigente. Examen especial de la verificación administrativa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores", en *RDBB*, n.º 72, octubre-diciembre 1998, pp. 1125-1126, consideran que la verificación y registro de la oferta y de la documentación a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores constituye, en realidad, una autorización administrativa de carácter reglado. FUERTES, M.: "La supervisión..." *op. cit.*, p. 16, coincide en el carácter reglado de la actuación del organismo administrativo, si bien excluye el calificativo de autorización, prefiriendo el de *acto de comprobación reglado*, pues no existe ninguna restricción de un derecho previo al ser la emisión de valores una facultad libre. En este sentido, ayuda también la voluntad del legislador de reservar expresamente el término "autorización" para ciertas emisiones de valores mencionadas en el art. 25 LMV.

(39) Arts. 8.2 RD 291/1992 y 92 LMV, que prevé un registro especial de comunicaciones de proyectos de emisión, un registro con los informes de auditoría y material adicional y un registro de folletos informativos, todos a los que el público tendrá libre acceso.

(40) Art. 12 RD 291/1992.

(41) Art. 1.9 OM de 22 de julio de 1993.

(42) ALBELLA AMIGO, S.: "Ocho artículos del Real Decreto sobre emisiones", en *Cuad. Der. y Com.*, n.º 15, diciembre 1994, p. 104.

del ordenamiento jurídico que puedan poner en peligro los intereses de los inversores o implicar discriminaciones entre ellos⁽⁴³⁾.

Ambas legislaciones nacionales coinciden en declarar que el registro por la CNMV y la Superintendencia, respectivamente, de las emisiones de valores no implica una recomendación de la suscripción o compra de los valores, ni un pronunciamiento en sentido alguno sobre la solvencia del emisor o de la rentabilidad de la emisión⁽⁴⁴⁾. En España, esta indicación ha de constar expresamente en el folleto informativo⁽⁴⁵⁾. En El Salvador, se exige que esta mención se extienda tanto a la Superintendencia como a la Bolsa respectiva, y se incluya en el prospecto, valores y en la publicidad comercial del emisor⁽⁴⁶⁾. Sin embargo, cabe la posibilidad de reclamar daños y perjuicios a la CNMV cuando falle en el cumplimiento de las tareas que la legislación le atribuye, de acuerdo con el principio constitucional de responsabilidad de las Administraciones Públicas por el irregular funcionamiento de los servicios públicos⁽⁴⁷⁾. Por ello, cuando la lesión a los intereses del inversor sea consecuencia de la culpa de la CNMV en la verificación de los requisitos legales de la documentación (acuerdo de emisión con infracciones muy graves del ordenamiento jurídico, registro de contabilidad defectuosa, emisión sin folleto informativo o defectuoso, falta de documentos, etc.), podría llegar a responder de daños y perjuicios frente al inversor⁽⁴⁸⁾. No debe olvidarse tampoco que el control administrativo añade un indudable plus de solemnidad o de respetabilidad a la emisión⁽⁴⁹⁾; por lo que la exigencia estricta del cumplimiento de las funciones encomendadas a la CNMV está justificada, así como su responsabilidad por incumplimiento.

Más discutido es que la CNMV responda de las omisiones, falsedades o inexactitudes de la información suministrada por el emisor. El sector doctrinal mayoritario considera que es el inversor quien asume los riesgos inherentes a la inversión en valores mobiliarios, debiendo la Administración Pública garantizarle la información suficiente para hacerse un juicio fundado de la inversión,

(43) Art. 8.3 RD 291/1992.

(44) Arts. 92 LMV y 18 y 21 RD 291/1992 españoles y 9 LMV salvadoreña.

(45) Art. 18 LMV española.

(46) Art. 9, *in fine*, LMV salvadoreña.

(47) Arts. 106.2 Constitución española y 139.1 Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento administrativo común.

(48) DE CARLOS, L.: *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas-Bolsa de Madrid, Estudios de Derecho Mercantil, Madrid, 1998, p. 438 y JIMÉNEZ-BLANCO, G. y HERNÁNDEZ ABELLÓ, A.: "El control...", *op. cit.*, p. 1127.

(49) DE LA CUESTA RUTE, J.M.: "Las responsabilidades...", *op. cit.*, p. 281.

pero no la rentabilidad de los valores, ni la solvencia del emisor⁽⁵⁰⁾. Por el contrario, otra posición estima que el particular no tiene el deber jurídico de soportar un folleto informativo con falsedades, por lo que parece que atribuye al Estado una función de garantía de veracidad⁽⁵¹⁾. En nuestra opinión, es indudable que la CNMV tiene reconocidas facultades legales para "recabar (...) cuantas informaciones estime necesarias (...). Con el fin de obtener dichas informaciones o confirmar su veracidad, podrá realizar cuantas investigaciones considere necesarias", incluyendo examen de libros, registros, archivos y programas informáticos⁽⁵²⁾. Por ello, tampoco parece que deba descartarse que por la dejación de estas funciones la CNMV asuma responsabilidad civil frente a los inversores, especialmente en los casos de infracciones muy graves por parte del emisor. Entendemos así que una solución es tener en cuenta la diligencia normal que sería exigible a la CNMV en el cumplimiento de sus funciones.

2. Documentación a presentar en las emisiones de oferta pública de valores

En ambas legislaciones, la normativa enumera los documentos que los emisores de valores han de presentar ante la CNMV o la Superintendencia, respectivamente. Salvando algunas especialidades derivadas del doble control Bolsa-Superintendencia o de la sociedad de clasificación salvadoreña, podemos concluir que la naturaleza de la documentación exigida es sustancialmente idéntica en España y El Salvador.

Los documentos principales, ya mencionados, son la comunicación previa de emisión, la documentación acreditativa de la personalidad del emisor y de la emisión, los informes de auditoría de las cuentas anuales y el folleto o prospecto de la emisión. Como excepción, de conformidad con la LMV española, el

(50) GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L.: "Configuración...", *op. cit.*, p. 1529 y "La difusión...", *op. cit.*, p. 308 y CACHÓN BLANCO, J.E.: "El principio jurídico...", *op. cit.*, p. 642. ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho...*, *op. cit.*, p. 127, alude a la "neutralidad del control" de la CNMV, pues no garantiza la rentabilidad de los valores, ni la veracidad de las informaciones suministradas por los emisores, quedando limitada su función a garantizar que el emisor presente toda la información requerida en la legislación; o DE LA CUESTA RUTE, J.M.: "Las responsabilidades...", *op. cit.*, p. 267, quien indica que por la propia naturaleza de los activos ha de cargar su titular con los riesgos inherentes al proceso económico, entretanto falte el requisito de objetiva antijuridicidad que es el presupuesto para la resarcibilidad por la Administración Pública (anormal funcionamiento de los servicios públicos). En cambio, ALONSO ESPINOSA, F.J.: "Intereses del inversor...", *op. cit.*, p. 452, atribuye a las normas sobre mercados de valores la tarea de garantizar su correcto funcionamiento, a través del control de calidad de los valores.

(51) DE CARLOS, L.: *Régimen jurídico...*, *op. cit.*, p. 439.

(52) Arts. 13 y 85 LMV.

Gobierno ha dispensado de la presentación de estos documentos o rebajado su exigencia a determinadas categorías de emisiones, en función de la naturaleza del emisor (en el caso de las emisiones del Estado o de las Comunidades Autónomas), de la pequeña cuantía de la emisión, del número restringido o de las especiales características de los inversores (como determinadas emisiones efectuadas por las entidades de crédito para su propia clientela)⁽⁵³⁾.

A) Comunicación previa de la emisión

La emisión de valores negociables en el territorio nacional es libre, en el sentido de que los emisores no necesitan una autorización administrativa previa para la adopción de este acuerdo⁽⁵⁴⁾, salvo en los supuestos mencionados donde la autorización previa puede ser preceptiva⁽⁵⁵⁾.

El Derecho español indica que el emisor ha de cursar una comunicación a la CNMV informando del acuerdo de emisión adoptado; debe incluir la información esencial sobre el propio emisor, los valores que pretende ofrecer públicamente, los destinatarios a quienes va dirigida o al público en general y, si ya está decidido, el procedimiento de colocación. Una vez registrada la comunicación por la CNMV, el efecto principal es que el emisor podrá iniciar la publicidad comercial de su oferta. La publicidad deberá ser coherente con el contenido de la comunicación previa y no inducir a error y también mencionará, salvo que esté dispensado, de la obligación del emisor de registrar un folleto informativo. Adicionalmente, la CNMV podrá imponer al emisor la obligación de dar publicidad a la comunicación en diarios oficiales o privados de difusión nacional⁽⁵⁶⁾. El propósito del registro y publicidad de la comunicación previa es avisar al público en general del inicio de los trámites ante la CNMV y ofrecer al inversor

⁽⁵³⁾ Arts. 30 LMV y 6 y 7 RD 291/1992.

⁽⁵⁴⁾ Arts. 25 LMV y 5 RD 291/1992. Como confirma el art. 8.1 RD 291/1992, la comunicación previa deberá hacerse después de la adopción del acuerdo o decisión de emisión, sin que alcance a las meramente proyectadas (DE CARLOS, L.: *Régimen...*, op. cit., p. 259).

⁽⁵⁵⁾ De acuerdo con el art. 25 LMV española, el Ministerio de Economía puede prohibir o determinar que se sometan a su autorización previa, denegando, en su caso, las siguientes emisiones: de valores cuyo principal o intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice de precios o del precio de algún bien o servicio; las emisiones cuyos rendimientos sean exigibles, en su totalidad o en su mayor parte, en plazos superiores a un año; las emisiones expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional; aquellas realizadas en el mercado nacional por no residentes, así como las que pretendan gozar de algún beneficio tributario o de cualesquiera otros privilegios legalmente establecidos.

⁽⁵⁶⁾ Art. 9 RD 291/1992.

los primeros datos sobre la emisión proyectada⁽⁵⁷⁾. En cualquier caso, la ejecución de la emisión está condicionada al registro del resto de documentos y, precisamente, una vez inscrito el folleto informativo, éste será la principal fuente de información del inversor y de compromiso del emisor.

En El Salvador, en atención al doble sistema de control y registro por la Bolsa de Valores y la Superintendencia, el emisor debe presentar una solicitud firmada por su representante en la Bolsa de Valores, que iniciará los trámites, previo acuerdo de su Junta Directiva, de solicitud de la inscripción del emisor y de la emisión proyectada ante el Registro Público Bursátil llevado por la superintendencia⁽⁵⁸⁾.

B) Documentación acreditativa del acuerdo de emisión adoptado, de la personalidad del emisor y de los valores que se pretenden ofrecer

El Derecho español exige la aportación a la CNMV de la documentación acreditativa del acuerdo de emisión adoptado, en la que figurará la naturaleza, denominación y características jurídicas y financieras de los valores a emitir, así como los derechos y obligaciones de sus tenedores⁽⁵⁹⁾. Asimismo, se acompañará la documentación que acredite la personalidad del emisor y, en su caso, los estatutos que, tratándose de una sociedad anónima incluirá, entre otros aspectos, las referencias al órgano de administración⁽⁶⁰⁾. La relación de accionistas y una expresión más completa sobre la administración se contiene en el folleto informativo.

El Derecho salvadoreño exige la presentación ante la Bolsa de Valores y la Superintendencia de documentos que cumplen una función análoga, como: a) las copias del testimonio de la escritura del emisor y sus reformas debidamente inscritas; b) la nómina de socios o accionistas, indicando su participación dentro de la sociedad; c) la nómina de administradores y apoderados administrativos, y d) la clase de valor que se trata de registrar, con el testimonio de las escrituras acreditativas del acuerdo de emisión de obligaciones negociables emitidas en serie, y en el caso de acciones, el testimonio de escritura de aumen-

⁽⁵⁷⁾ FUERTES, M.: "La supervisión...", op. cit., p. 14.

⁽⁵⁸⁾ Art. 9 LMV salvadoreña y norma n.º 1 del Acuerdo aprobado por el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero sobre "normas para precisar si una oferta de valores es pública", en sesión n.º CD-27/95, de 17 de mayo de 1995.

⁽⁵⁹⁾ Arts. 26.b) LMV y 10 RD 291/1992.

⁽⁶⁰⁾ Art. 9 LSA española, cit.

to de capital o certificación del aumento en el libro de registro del emisor si se tratase de sociedades anónimas de capital variable⁽⁶¹⁾.

C) Documentos contables auditados

La CNMV debe verificar la *existencia de informes de auditoría de las cuentas anuales* del emisor correspondientes a los dos ejercicios anteriores a la fecha en que vaya a procederse al registro de la oferta o del primer ejercicio si no han transcurrido dos años desde su constitución⁽⁶²⁾. En principio, salvo que la CNMV aprecie la posible inobservancia de las normas de auditoría, en cuyo caso debe dirigirse para la comprobación al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, el control se limita a la verificación de la "existencia" de los informes de auditoría⁽⁶³⁾. La LMV reserva al Gobierno la facultad de establecer el alcance y contenido de los estados financieros a auditar, incluso con mayores requisitos que los previstos en el régimen general de auditoría de las sociedades anónimas⁽⁶⁴⁾. Entre tanto no se apruebe el desarrollo reglamentario, de acuerdo con C. AMESTI MENDIZÁBAL, la LMV no añade ninguna obligación adicional a los generales para cualquier sociedad anónima⁽⁶⁵⁾. Asimismo, F. PANTALEÓN destaca que los informes de auditoría a presentar son los de las cuentas anuales, no unos formulados *ad hoc* para la emisión de valores, ni tampoco se exige el consentimiento de los auditores para utilizar de esta forma su informe⁽⁶⁶⁾. En cualquier caso, el auditor ha de estar inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas⁽⁶⁷⁾. La aportación no será precisa en

(61) Art. 9 LMV salvadoreña.

(62) Arts. 26.c) LMV española y 11 a 14 RD 291/1992.

(63) Art. 12 RD 291/1992.

(64) Art. 27 LMV española; art. 202 RD Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, que aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas y establece la auditoría obligatoria para las sociedades anónimas, salvo las que puedan presentar balance abreviado, que quedan exentas; y, la Disposición Adicional Primera, epígrafe a), de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de auditoría de cuentas, que prevé la auditoría de cuentas obligatoria en el caso de sociedades que coticen en Bolsa.

(65) AMESTI MENDIZÁBAL, C.: "Consideraciones sobre las especialidades de la auditoría de las sociedades cotizadas", en *Derecho de sociedades. Homenaje al Prof. Sánchez Calero*, vol. III, McGraw-Hill, Madrid, 2002, p. 2572.

(66) PANTALEÓN PRIETO, F.: *La responsabilidad civil de los auditores: extensión, limitación, prescripción*, Civitas, Madrid, 1996, p. 78.

(67) Art. 26.b) LMV española.

los supuestos en que la CNMV disponga ya de tales informes⁽⁶⁸⁾ que, como indica M. FUERTES⁽⁶⁹⁾, es el caso más habitual ante la reiteración de las emisiones por sociedades que ya tienen valores admitidos a negociación oficial en una o varias Bolsas de Valores y que están obligadas a presentar información financiera (cuentas anuales e informes de gestión individuales y, en su caso, consolidados, junto con los correspondientes informes de auditoría) a la sociedad rectora de la Bolsa respectiva⁽⁷⁰⁾. Finalmente, la información financiera debe ser actualizada mientras los valores continúen en circulación y durante el período de suscripción con las sucesivas cuentas anuales que formule el emisor⁽⁷¹⁾.

El Derecho salvadoreño extiende la información contable a los *estados financieros* de los últimos tres ejercicios, *debidamente auditados* por auditores externos registrados en la Superintendencia. En el caso de emisores que tengan menos de tres años de existencia, deberán presentar los estados financieros auditados que posean a la fecha de la solicitud. En el caso de que el emisor pertenezca a un grupo empresarial deberá proporcionar sus estados financieros y los de la sociedad dominante.

D) El folleto o prospecto de emisión. Naturaleza jurídica. Contenido y modelos oficiales. Publicidad obligatoria y publicidad comercial: el tríptico

La LMV española sancionó expresamente la obligación de los emisores de valores de preparar y difundir un folleto informativo de la emisión proyectada. Supuso una novedad en el Derecho español, hasta entonces vigente, que restringía la preparación del folleto para ciertas emisiones de valores de renta fija y, en general, para la admisión de los valores a cotización en un mercado secundario. La reforma operada por la LMV avanza así la política de protección del inversor al momento de la emisión de los valores, acercando de esta manera nuestro ordenamiento a la regla seguida en otros países⁽⁷²⁾. Tal y como resume DE CARLOS, "para proteger al inversor adecuadamente, no sólo es preciso imponer coactivamente el deber de informar, sino que es preciso homogeneizar el

(68) Art. 11.2 RD 291/1992.

(69) FUERTES, M.: "La supervisión...", *op. cit.*, p. 15.

(70) Disposición Adicional Tercera RD 291/1992.

(71) Arts. 92.c) LMV española y art. 13 RD 291/1992.

(72) ALBELLA AMIGO, S.: "Ocho artículos...", *op. cit.*, pp. 86-87 y JIMÉNEZ BLANCO, G. y HERNÁNDEZ ABELLÓ, A.: "El control administrativo...", *op. cit.*, p. 1115.

contenido de la información a través de modelos oficiales y exigir que la misma sea completa, actual y fácilmente accesible al público, lo que implica tanto su disponibilidad como su gratuidad” (73).

La LMV española define el folleto informativo como el documento escrito cuya finalidad es recoger una información completa y razonada sobre el emisor y los valores que se ofrecen, con objeto de que los potenciales suscriptores o adquirentes puedan hacerse una *imagen fiel del emisor y un juicio fundado sobre la inversión propuesta* (74). Si ulteriormente resulta acreditado que los errores, omisiones o inexactitudes del folleto informativo han conducido al inversor a una valoración errónea del emisor y/o de sus valores ofertados, puede dar lugar a su responsabilidad civil y penal, además de su eventual responsabilidad administrativa (75). En este sentido, el folleto “informativo” es, en los extremos sobre los que se pronuncie de forma definitiva y no queden pendientes de corrección o modificación posterior, vinculante para el emisor como una *oferta contractual* (76). Expresamente, la legislación española declara que la elaboración del folleto informativo es *responsabilidad del emisor*, que a tal fin deberá realizar las comprobaciones necesarias y adoptar todas las medidas oportunas para asegurarse la veracidad de su contenido y de que no se

(73) DE CARLOS, L.: *Régimen jurídico...*, op. cit., p. 266 y la doctrina allí citada.

(74) Art. 15 RD 291/1992. El régimen jurídico está principalmente compuesto por los arts. 26 y 28 LMV española, 16 a 23 RD 291/1992 y Orden Ministerial de 12 de julio de 1993. La doctrina sobre el folleto informativo es abundante, entre otra, vid. DE CARLOS, L.: *Régimen jurídico...*, op. cit., pp. 264-274; CORTÉS, L.J.: “El mercado de valores: (II) Operaciones y contratos”, en *Lecciones de Derecho mercantil*, op. cit., pp. 696-697; VALENZUELA GARACH, F.: La información en la sociedad anónima y el mercado de valores, Civitas, Madrid, 1993, pp. 234-246; TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho...*, op. cit., pp. 191-192 y “Los folletos informativos en el mercado de valores español: la Orden de 12 de julio de 1993”, en *RDBB*, n.º 51, 1993, pp. 867-875; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho...*, op. cit., pp. 195-197 y ALONSO UREBA, A.: “Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con motivo de una emisión/oferta de valores”, en *Libro Homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, vol. III, Civitas, Madrid, 1996, pp. 3077-3108.

(75) Art. 99 II) y n) LMV española. ALONSO UREBA, A.: “Inexactitudes...”, op. cit., p. 3102, señala la posibilidad de anular el contrato de suscripción de valores, solicitar la corrección de los errores o reclamar los daños y perjuicios sufridos al emisor, de acuerdo con los arts. 1266 y 1270, párrafo 2 del Código Civil.

(76) TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho...*, op. cit., p. 192, al amparo del art. 17 RD 291/1992. En cambio, DE CARLOS, L.: *Régimen jurídico...*, op. cit., p. 282, señala que hay que estar a las concretas condiciones de cada oferta de valores para calificarla como oferta de contrato o como invitación a realizar ofertas (*invitatio ad offerendum*). ALONSO UREBA, A.: “Inexactitudes...”, op. cit., pp. 3090-3091, ve factible la resolución del supuesto en virtud de la aplicación de la normativa sobre defensa de consumidores y usuarios. También CORTÉS, L.J.: “El mercado...”, op. cit., p. 695.

omite ningún dato relevante ni induce a error, actuando con la diligencia de un ordenado empresario y, en su caso, requiriendo el asesoramiento que sea necesario” (77).

Un ejemplo de especial importancia tiene el compromiso del emisor de solicitar en los plazos previstos en el folleto la admisión a negociación en los mercados secundarios. Debe tenerse en cuenta, como indica F. SÁNCHEZ CALERO, “el estímulo que supone para el inversor la posibilidad de que sus valores accedan a un mercado donde pueda obtener liquidez de su inversión vendiendo los valores cuando necesite el dinero” (78). Además de la responsabilidad en que pueda incurrir frente al inversor, la LMV considera una infracción muy grave el incumplimiento por causa imputable al emisor de los plazos previstos en el folleto para la admisión a negociación de valores en mercados secundarios (79).

Para facilitar su preparación por los emisores de valores y su comprobación por parte de la CNMV de que el folleto informativo reúne todas las exigencias de información detalladas en la legislación, existe un esquema común de folleto, si bien hay variaciones que atienden a la naturaleza propia de los emisores y de los valores que oferta, distinguiendo entre renta fija y renta variable (80). El modelo básico para valores de renta variable está compuesto de siete capítulos: personas con representación suficiente del emisor (81) que asumen la responsabilidad de su contenido y organismos supervisores del folleto; la oferta pública y los valores negociables objeto de la misma; el emisor, su capital y, en su caso, información sobre el grupo al que pertenece o si es la entidad dominante; actividades principales del emisor; el patrimonio, la situación financiera y los resultados del emisor; su administración, su dirección y su control, y su evolución reciente y perspectivas. Asimismo, según se ha dicho,

(77) Arts. 17.1 y 18.5 RD 291/1992. CORTÉS, L.J.: “El mercado...”, op. cit., p. 694, señala precisamente lo habitual que es la intervención de una entidad (empresa de servicios de inversión o entidad de crédito) “directora” con mandato para preparar y organizar la operación; o una entidad “coordinadora”, con encargo de controlar el estado y evolución de la demanda y de coordinar a las distintas entidades que, en su caso, aseguren o coadyuven a la colocación de la emisión. DE CARLOS, L.: *Régimen jurídico...*, op. cit., p. 266, señala que el folleto informativo no pierde su importancia por el hecho de que el inversor pueda tomar sus decisiones no tanto como consecuencia del análisis del folleto, sino en atención a las recomendaciones de los intermediarios.

(78) SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, op. cit., pp. 238-239.

(79) Art. 99.n) LMV española.

(80) La norma principal es el RD 291/1992 (arts. 16, 18, 19 y 20), cit., desarrollada por la OM de 12 de julio de 1993.

(81) Art. 18.5 RD 291/1992.

la CNMV tiene reconocida la facultad para incluir o hacer incluir en el folleto las advertencias o explicaciones necesarias para facilitar el análisis y comprensión del folleto. Igualmente, puede dispensar de la inclusión de ciertos datos no excesivamente relevantes y cuya difusión sería contraria al orden público o implique un grave perjuicio para el emisor y siempre que su falta de publicación no introduzca error al público respecto de los hechos y circunstancias esenciales para la evolución de los valores de que se trate⁽⁸²⁾. El folleto se completa, como anexos, con los documentos acreditativos del acuerdo de emisión y la reproducción íntegra de los informes de auditoría, incluyendo la opinión técnica del auditor. Además, ha de contener la citada mención de que el registro del folleto por la CNMV no implica recomendación de la suscripción o compra de los valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre la solvencia del emisor o la rentabilidad de la emisión⁽⁸³⁾.

El folleto informativo del emisor de valores es registrado por la CNMV y el público tiene libre acceso⁽⁸⁴⁾ a él. Adicionalmente, el emisor viene obligado a editar y poner a disposición de las personas interesadas antes del inicio del período de colocación un número suficiente de folletos⁽⁸⁵⁾. Junto a esta publicidad obligatoria, DE LA CUESTA⁽⁸⁶⁾ destaca que “el emisor puede también difundir voluntariamente información con el ánimo de captar a los potenciales adquirentes de los activos emitidos”. Para ello, el emisor puede elaborar también un tríptico informativo en el que figuren de forma fácilmente comprensible los principales datos y riesgos referentes a la oferta y al emisor y, en todo caso, se hará referencia a la existencia del folleto registrado en la CNMV y a las posibilidades de consulta⁽⁸⁷⁾.

El prospecto de emisión previsto en la LMV salvadoreña cumple una función similar al folleto informativo de la LMV española⁽⁸⁸⁾. La Superintendencia ha declarado que “toda oferta pública deberá contener de manera legible y clara las características de los valores emitidos, evitando omisiones o agregados en la información, que induzcan a error o confusión al público en cuanto a los dere-

(82) Art. 1.9 OM de 12 de julio de 1993.

(83) Arts. 18 y 21 RD 291/1992.

(84) Art. 92.d) LMV española.

(85) Art. 23 RD 291/1992.

(86) DE LA CUESTA RUTE, J.M.: “Las administraciones...”, *op. cit.*, p. 268.

(87) Arts. 22 y 24 RD 291/1992.

(88) Art. 9.h) LMV salvadoreña.

chos que se adquieren y sus accesorios”⁽⁸⁹⁾. Suscrito por persona autorizada del emisor, debe incluir toda la información pertinente sobre garantías de la emisión, derechos y deberes del emisor. Contendrá igualmente los estados financieros auditados, consolidados en su caso, dictamen del auditor, así como las opiniones completas de las clasificadoras de riesgo, lo que introduce una diferencia con el Derecho español, que no las exige⁽⁹⁰⁾. Especial atención dedica la LMV salvadoreña al supuesto en que el emisor pertenezca a un grupo empresarial, en cuyo caso deberá incluir la denominación de las sociedades del grupo y la información sobre accionariado, administración y dirección exigida en la ley⁽⁹¹⁾.

Aparte de otros documentos, la propia especialidad del doble control de la documentación impone que la Bolsa entregue a la Superintendencia el análisis que le sirvió de base para inscribir al emisor o a las emisiones de valores⁽⁹²⁾.

Finalmente, ambos ordenamientos coinciden en exigir el mantenimiento de la adecuación del folleto o prospecto a la oferta y la actualización de la información. En España, cualquier hecho no contemplado o no previsto en el folleto o cualquier inexactitud en su contenido que pueda influir significativamente en el precio de los valores, y que acaezca o sea conocido después de que se registre el folleto, deberá hacerse constar en un suplemento del folleto⁽⁹³⁾. En El Salvador, debe remitirse a la Superintendencia información sobre cambios en los requisitos que se consideraron para su registro y el de sus valores⁽⁹⁴⁾.

(89) Acuerdo aprobado por el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero sobre “normas para precisar si una oferta de valores es pública”, en sesión núm. CD-27/95, de 17 de mayo de 1995.

(90) Las sociedades clasificadoras, de acuerdo con el art. 5.m) salvadoreña, son definidas como “sociedades mercantiles especializadas en el análisis financiero, que tienen por finalidad principal la clasificación del riesgo de los valores objeto de oferta pública, y a difundir los resultados en el mercado financiero”.

(91) Art. 9.d) LMV salvadoreña.

(92) Art. 9.j) LMV salvadoreña.

(93) Art. 23 RD 291/1992.

(94) Art. 15 LMV salvadoreña.

IV. LOS DEBERES DE TRANSPARENCIA DE LOS EMISORES DE VALORES NEGOCIADOS EN BOLSA

1. Consideraciones generales sobre las Bolsas de Valores. Límites a la transparencia y abuso de información reservada o privilegiada (*insider trading*)

En un mercado secundario se compran y venden los valores que ya han sido emitidos⁽⁹⁵⁾. De esta manera, quien ha suscrito valores en el mercado primario puede mediante su enajenación en el mercado secundario obtener liquidez y, en su caso, el beneficio de su inversión⁽⁹⁶⁾. Las Bolsas de Valores ocupan en la negociación de valores ya emitidos un papel principal en ambos países. En España, no pueden negociarse en ningún otro mercado secundario oficial distinto de las Bolsas de Valores las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción⁽⁹⁷⁾. En El Salvador, la colocación de una emisión de valores de oferta pública inscrita en una Bolsa de Valores e inscrita en la Superintendencia puede hacerse dentro o fuera de la Bolsa⁽⁹⁸⁾, pero las casas de corredores deberán realizar dentro de una Bolsa la negociación en mercado secundario de los valores inscritos en Bolsa, como las acciones y obligaciones, entre otros valores que pueden aquí negociarse⁽⁹⁹⁾.

La posibilidad de que los valores sean negociados en una Bolsa es un estímulo real para la suscripción originaria, pues el inversor accede a un mercado público donde se compran y venden valores negociables de forma habitual y reglamentada. De otro modo, por ejemplo, el titular de acciones de una sociedad anónima habría de recurrir a sistemas de venta privada, con las limitaciones evidentes en cuanto al encuentro de compradores y la fijación del precio de cada valor. Las Bolsas de Valores se configuran como el lugar de encuentro de los compradores y vendedores de valores negociables y ofrecen en cambio un

(95) Vid. "I. Régimen jurídico de la emisión y negociación de valores. 2. Planteamiento".

(96) Vid. "II. Introducción. 1. Consideraciones generales".

(97) Art. 46 LMV española y arts. 68.c) y 73 LMV salvadoreña. Sobre las Bolsas de Valores, vid. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, op. cit., p. 239 y CACHÓN BLANCO, J. E.: "El régimen jurídico...", op. cit., pp. 2633-2634; CORTÉS, L. J.: "Mercado...", op. cit., pp. 678-681; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho...*, op. cit., pp. 217-231; NIETO CAROL, U.: "Las Bolsas de Valores", en *RDBB*, n.º 75, 1999, pp. 65-91; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Bolsas...", op. cit., pp. 821-828 y GARCÍA-PITA y LASTRES, J. L.: "La difusión...", op. cit., pp. 299-389 y "Configuración jurídica...", op. cit., p. 1471-1534, entre otros autores.

(98) Art. 72 LMV salvadoreña.

(99) Art. 68.c) y 73 LMV salvadoreña.

precio diario por el valor. Además, el Estado dota al precio obtenido del carácter de "precio o cotización oficial", por lo que los inversores pueden confiar en que el precio bursátil equivale al precio real y objetivo de las acciones⁽¹⁰⁰⁾. No es de extrañar, así, que las leyes de ambos países prevean sanciones administrativas y penales por el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores⁽¹⁰¹⁾.

Por otro lado, el Derecho español y el salvadoreño no configuran el principio de transparencia como una obligación absoluta, pues admiten ciertos límites derivados de la eficiencia de los mercados de valores. En concreto, la CNMV puede eximir del cumplimiento de informar sobre la adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas⁽¹⁰²⁾, así como de hacer públicos ciertos hechos relevantes que pudieran influir de forma sensible en las cotizaciones⁽¹⁰³⁾. La dispensa se condiciona a que la CNMV aprecie que la divulgación de tales informaciones sería contraria al interés público e iría en detrimento grave de quien las divulga, siempre y cuando, en este último caso, sea improbable que tal omisión induzca al público a error con respecto a hechos y circunstancias cuyo conocimiento sea esencial para la evaluación de los valores en cuestión⁽¹⁰⁴⁾. En El Salvador, bajo la rúbrica "información reservada", la LMV atribuye esta decisión a los directores del emisor, que responderán de sus actos cuando dolosa o culposamente califiquen o concurran con su voto favorable a declarar como reservado un hecho o antecedente⁽¹⁰⁵⁾. Así, con la aprobación unánime de sus directores, el emisor de valores podrá dar carácter reservado a hechos o antecedentes relativos a negociaciones pendientes, que de ser conocidos pueden perjudicar su resultado y, en consecuencia, afectar al interés del emisor. Esta decisión deberá comunicarse a la Bolsa respectiva y a la Superin-

(100) GARCÍA-PITA y LASTRES, J. L.: "La difusión...", op. cit., p. 308 y "Configuración...", op. cit., pp. 1520 y 1527, indica que la Bolsa ha de proporcionar al inversor la seguridad de que en ella se alcanzará un precio objetivo y justo. CACHÓN BLANCO, J. E.: "El principio...", op. cit., p. 639, señala que el precio ha de ser verdaderamente representativo de las ofertas y demandas del mercado.

(101) Arts. 99.i) y 100.w) LMV española y art. 284 de la Ley Orgánica 10/1995, que aprueba el Código Penal. En el Salvador, la sanción administrativa está contemplada en los arts. 100.d) y e) y 107.g) LMV. Por lo que respecta a la responsabilidad penal, el Código Penal salvadoreño, aprobado mediante Decreto de 26 de abril de 1997, sanciona los delitos de propalación y de agiotaje (arts. 236 y 237), que tipifican respectivamente la difusión de hechos falsos para alterar los precios o el desequilibrio en el mercado.

(102) Art. 53 LMV española.

(103) Arts. 82 y 89 LMV española.

(104) Art. 91 LMV española.

(105) Art. 35 epígrafes 1 y 2 LMV supra.

tendencia a más tardar el día hábil siguiente a su adopción. Para estos efectos, la LMV salvadoreña indica que se entiende por hecho o información de carácter reservado la que un buen comerciante con negocio propio consideraría importante para sus decisiones.

Ambos ordenamientos nacionales disponen también sanciones administrativas para quienes utilicen para sí o en provecho de terceros información reservada o privilegiada. La LMV española impone la abstención de abuso de información privilegiada, entendida como aquella que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización. Todo el que disponga de información privilegiada debe abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo, así como recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o instrumentos financieros o que haga que otro lo haga basándose en dicha información⁽¹⁰⁶⁾.

El ejercicio de la potestad sancionadora administrativa es independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal⁽¹⁰⁷⁾. Así, la Ley Orgánica 10/1995, por la que se aprueba el Código Penal, establece un régimen general de penas de prisión por utilización lucrativa de información privilegiada⁽¹⁰⁸⁾, un régimen especial para los casos en que tiene lugar en el mercado

(106) Art. 81 LMV española. MARTÍNEZ FLÓREZ, A.: "Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada (art. 81.2 de la Ley del Mercado de Valores española)", en *Derecho de sociedades. Libro Homenaje al Prof. Sánchez Calero, op. cit.*, p. 2820, mantiene que el tenor literal de la norma ofrece un régimen de ámbito subjetivo amplio sobre el que no caben restricciones. En cambio, ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J.: "El régimen español sobre *insider trading* y la propuesta de Directiva comunitaria", en *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en Homenaje al Prof. Girón Tena*, Civitas-Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, Madrid, 1991, p. 1264, indica que si dicho precepto se interpreta sistemáticamente con otros de la LMV, su extensión puede quedar muy reducida. Además, quedan al margen de la prohibición las personas que desconozcan la información privilegiada aun cuando se beneficien de ella adquiriendo o vendiendo valores por consejo o recomendación de alguien de quien pudiera presumirse que la tiene.

(107) Art. 96 LMV española. GÓMEZ INIESTA, D.J.: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, McGraw-Hill, Madrid, 1997, pp. 180-190, analiza el Derecho comparado penal en relación a los posibles sujetos de la infracción penal: los dirigentes de la sociedad y los miembros del órgano de administración (iniciados primarios), así como los intermediarios financieros, los periodistas y los funcionarios públicos (iniciados internos y externos).

(108) Art. 284 Código Penal español.

bursátil y haya tenido acceso con ocasión del ejercicio de un cargo⁽¹⁰⁹⁾ y finalmente, unas sanciones mayores en los casos en que los sujetos se dediquen de forma habitual, que el beneficio sea de notoria importancia o que se cause un grave daño a los intereses generales⁽¹¹⁰⁾. Finalmente, también se recoge el delito cometido por la autoridad o funcionario público que se aprovecha de información que conoce por razón de su cargo y que no debe ser divulgada, para quien además de las penas de prisión, concurre la inhabilitación⁽¹¹¹⁾. También hay penas para el particular que actúe en complicidad con el funcionario público⁽¹¹²⁾.

En El Salvador, los directores, administradores y toda persona que por razón de su cargo o posición en la sociedad tengan acceso a la información que no ha sido oficialmente difundida en cumplimiento de la ley y que pueda influir en los precios de los valores tienen la obligación de guardar estricta reserva sobre ella. Igual obligación tendrán los auditores externos de la sociedad y los funcionarios de la Superintendencia que tengan acceso a la información reservada⁽¹¹³⁾. Será multado quien de las personas mencionadas se valga de dicha información para obtener para sí o para otras ventajas mediante la compra o venta de valores⁽¹¹⁴⁾. Ellas deberán velar asimismo para que esto tampoco ocurra con sus subordinados o terceros de su confianza⁽¹¹⁵⁾. Además de la responsabilidad civil en que puedan incurrir frente al emisor, las personas mencionadas que contravengan esta obligación devolverán al emisor toda utilidad que hubieran obtenido mediante transacciones de valores durante el período en que la información debió mantenerse en reserva, siempre y cuando se determine su responsabilidad por la vía judicial, todo ello sin perjuicio de las sanciones contempladas en la LMV⁽¹¹⁶⁾. Por último, la Superintendencia puede enviar una amonestación escrita hasta la suspensión o cancelación del asiento del emisor en el Registro Público Bursátil⁽¹¹⁷⁾.

(109) Art. 285 Código Penal español.

(110) Art. 286 Código Penal español.

(111) Art. 417 Código Penal español.

(112) Art. 418 Código Penal español.

(113) Art. 35, epígrafe 4, LMV salvadoreña.

(114) Art. 107.h) LMV salvadoreña.

(115) Art. 35, epígrafe 5, LMV salvadoreña.

(116) Art. 35, epígrafes 6 y 100 y ss., LMV salvadoreña.

(117) Art. 106 LMV salvadoreña, modificado por Decreto Legislativo n.º 925, de 7 de febrero de 1997.

La LMV salvadoreña reconoce expresamente la posibilidad de responsabilidad penal de quien abuse de información privilegiada, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa. Sin embargo, el Código Penal salvadoreño, aprobado mediante Decreto de 26 de abril de 1997, no desarrolla todavía un delito de abuso de información privilegiada.

2. Condiciones de acceso y transparencia para admisión a negociación de valores en las Bolsas españolas

En El Salvador, el control del emisor y de la emisión de los valores por parte de la Bolsa de Valores tiene lugar en el momento de la emisión y con carácter previo al control y registro por la Superintendencia. En cambio, en España, las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores intervienen sólo en el mercado secundario, acordando la admisión a negociación en los correspondientes mercados de valores ya emitidos. Además, el acuerdo de admisión a cotización de la sociedad rectora requiere contar con la verificación previa, nuevamente, de la CNMV. Al menos, esta verificación es única y válida para todas ellas. A continuación, el emisor ha de solicitar la admisión a negociación a cada una de las sociedades rectoras de Bolsa donde desea que sus valores sean negociados⁽¹¹⁸⁾.

Las condiciones de acceso a las Bolsas españolas se detallan principalmente en el Reglamento de Bolsas de Comercio, aprobado por Real Decreto 1506/1967, de 30 de junio, y normativa relacionada, entretanto no se apruebe el nuevo desarrollo reglamentario que anuncia la LMV de 1988⁽¹¹⁹⁾. Los requisitos de acceso se relacionan con el emisor y los valores cuya admisión a negociación solicita.

En primer lugar, las exigencias de información sobre el emisor se justifican porque el Estado está interesado en que la Bolsa sea un mercado eficiente donde los precios se forman correctamente. En cuanto que las cosas que se compran y se venden, en el caso de las acciones y derechos de suscripción, son participaciones en el capital social de una sociedad anónima, o créditos frente a

(118) Art. 32 LMV española. FUERTES, M.: "La supervisión...", *op. cit.*, pp. 31-33, critica esta opción legislativa, por entender que como la verificación de la CNMV se limita a la comprobación de la regularidad de la documentación y del cumplimiento de la legalidad, el doble control no añade nada nuevo y bastaba el control de la sociedad rectora de la Bolsa afectada.

(119) La vigencia de esta normativa previa a la LMV está confirmada por la Disposición Adicional Primera RD 291/1992, que remite expresamente a este reglamento. La doctrina también comparte la vigencia del reglamento de Bolsas, así FUERTES, M.: "La supervisión...", *op. cit.*, p. 31, VALENZUELA GARACH, F.: *La información...*, *op. cit.*, p. 225 y CACHÓN BLANCO, J.E.: "El régimen jurídico...", *op. cit.*, p. 2644.

ésta, como las obligaciones, resulta obvio que la figura del emisor tiene una importancia adicional frente al mercado de otro tipo de cosas donde el control administrativo, si existe, no es tan estricto. Además, el Estado dota del carácter de oficiales a los precios así obtenidos, lo que refuerza el control público de los que **pretenden** que sus valores accedan a la Bolsa. Si bien no puede garantizarse la rentabilidad económica, ni el Estado responsabilizarse de que, a satisfacción del inversor, un emisor cumpla sus expectativas económicas⁽¹²⁰⁾, el Derecho español sí dispone el cumplimiento al acceso de unos parámetros mínimos, a modo de control de calidad del emisor y de sus valores⁽¹²¹⁾. Así, en general, no se admitirán a negociación en Bolsa los valores que estén sujetos a algún tipo de restricción a su libre transmisibilidad (ofrecimiento a los otros socios, derecho de tanteo, etc. y otras cláusulas propias de sociedades anónimas cerradas)⁽¹²²⁾. Específicamente para las sociedades anónimas en Bolsa, la exigencia de un número de socios mínimo intenta también facilitar que exista una efectiva difusión de los valores entre los inversores que permita su liquidez⁽¹²³⁾. Además, el Reglamento de Bolsas exige también un capital social⁽¹²⁴⁾ y una

(120) *Vid.* apartado n.º 3 sobre "Verificación de la documentación y registro público de la emisión de valores en el mercado primario. Referencia especial al régimen de responsabilidad administrativa por el registro".

(121) ALONSO ESPINOSA, F.J.: "Intereses del inversor...", *op. cit.*, p. 452.

(122) Disposición Adicional 1.4 RD 291/1992. También CACHÓN BLANCO, J.E.: "El régimen jurídico...", *op. cit.*, p. 2643.

(123) El número de accionistas con participación en el capital social inferior al 25% debe ser un mínimo de 100. El objetivo (CACHÓN BLANCO, J.E.: "El régimen jurídico...", *op. cit.*, p. 2644) es que en la sociedad cotizada exista un mínimo de accionistas, es decir, un mínimo de difusión del valor entre inversores, que constituya una base de liquidez.

(124) El art. 32.1.a) del Reglamento de Bolsas impone que la sociedad anónima tenga un capital social mínimo de 200 millones de pesetas sin tener en cuenta la parte del capital detentada por accionistas que posean una participación igual al 25%. CACHÓN BLANCO, J.E.: "El régimen jurídico...", *op. cit.*, pp. 2643-2644, confirma la voluntad de reservar la Bolsa a la gran empresa, aunque esta cantidad ha quedado desfasada con arreglo a la realidad actual. Además, se pretende también que exista un nivel mínimo de capital social detentado que no sea de control, motivo por el cual se desea que existan 200 millones de pesetas de capital social en manos de accionistas no mayoritarios, aunque esta idea se devalúa porque en sociedades cotizadas se dan frecuentemente situaciones de control con porcentajes de titularidad inferiores al 25% (incluso, notoriamente inferiores) y también es factible el control de una sociedad cotizada por medios distintos a la titularidad de las acciones (acuerdos con otros accionistas, etc.)

rentabilidad mínimos⁽¹²⁵⁾, que se relacionan con el tamaño exigido a las sociedades anónimas. Se pretende dotar de una cierta uniformidad a los participantes, reservando este mercado a empresas de una determinada capacidad económica. En cuanto una Bolsa reúna los valores de las principales empresas de un sector económico, el precio bursátil alcanzado será realmente representativo. El acceso masivo de empresas de menor dimensión, en principio más inestables, podría facilitar las distorsiones en los precios oficiales.

En segundo lugar, además de los requisitos sustantivos relativos al emisor de valores, se deben cumplir también los requisitos documentales para obtener la verificación de la emisión de valores, esto es, según hemos visto, la comunicación previa a la CNMV (y, ahora, tras ésta, a una sociedad rectora de Bolsa), la aportación de los documentos acreditativos de la decisión de solicitar la admisión a cotización, los estados financieros auditados y el folleto informativo⁽¹²⁶⁾. Dado que estos documentos ya estarán generalmente a disposición de la CNMV, para evitar duplicidades, el folleto informativo y los estados financieros de la emisión pueden servir para la verificación exigida para la admisión de valores en Bolsa siempre y cuando no haya transcurrido un tiempo excesivo entre la emisión de los valores y su admisión en Bolsa. En otro caso, deberán presentarse documentos actualizados. En particular, la legislación española se refiere expresamente al folleto de emisión que contiene el compromiso del emisor de solicitar la admisión de los valores a negociación en Bolsa. Pues bien, este mismo folleto servirá también para la verificación en Bolsa, siempre que la admisión se produzca antes del fin del plazo previsto en el folleto, que en ningún caso podrá exceder de seis meses. El tríptico que se haya preparado

(125) El art. 32.1.c) del Reglamento de Bolsas exige como requisito de admisión haber obtenido un beneficio suficiente en los dos últimos años consecutivos o tres no consecutivos de cinco, para poder repartir un dividendo del 6% del capital desembolsado, después de reservas legales, obligatorias e impuestos. El Ministerio de Economía puede variar los requerimientos mínimos, lo que ha hecho a través de la Orden Ministerial de 19 de junio de 1997, modificada por Orden de 22 de diciembre de 1999. Como recuerda ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho...*, op. cit., p. 221, esta reforma se relaciona con el fin de acceder a Bolsa y facilitar la financiación de las empresas innovadoras de alta tecnología. Más ampliamente, GÓMEZ JORDANA, I.: "La admisión a cotización de valores en el 'nuevo mercado': antecedentes y régimen jurídico", en *Derecho de sociedades, Libro Homenaje al Prof. Sánchez Calero*, op. cit., pp. 2771-2774, analiza la modificación a la luz de los casos "Federico Paternina, S.A.", "Sogecable, S.A." y "Terra Networks, S.A.". En todo caso, CACHÓN BLANCO, J.E.: "El régimen jurídico...", op. cit., pp. 2645-2646, confirma que el requisito del beneficio (o, en general, de evolución de los resultados futuros) no puede ni debe entenderse en el sentido de garantía de beneficio económico de la sociedad.

Disposición Adicional 1.4 RD 291/1992.

(126) VALENZUELA GARACH, F.: *La información...*, op. cit., p. 224 y FUERTES, M.: "La supervisión...", op. cit., pp. 30-31.

deberá, además, ponerse a disposición del público en las Bolsas donde los valores vayan a ser admitidos a negociación⁽¹²⁷⁾.

3. Las obligaciones informativas de los emisores de valores admitidos a negociación en Bolsa

La admisión de los valores a negociación en una Bolsa española o salvadoreña implica para su emisor ciertas obligaciones de difusión de información sobre el propio emisor y de sus valores. En caso de incumplimiento de sus obligaciones como sociedad cotizada, la CNMV puede proceder a la exclusión de la negociación de los valores del emisor que no cumpla sus obligaciones de remisión y publicación de la información⁽¹²⁸⁾. En El Salvador, la Superintendencia, mediante resolución razonada, podrá suspender hasta por treinta días las ofertas o las transacciones de un valor registrado cuando el emisor no envíe a la Bolsa y a la Superintendencia la información periódica en la forma prevista en la LMV⁽¹²⁹⁾.

4. Información periódica

A) Cuentas anuales auditadas

La primera especialidad que supone en España la admisión en Bolsa de los valores de una sociedad anónima es la multiplicidad de cauces de publicidad de sus cuentas anuales. Además del depósito en el Registro Mercantil de las cuentas anuales aprobadas⁽¹³⁰⁾, las sociedades anónimas cotizadas, así como el resto de emisores con valores admitidos a negociación en una o más Bolsas de Valores, tienen la obligación de remitir sus cuentas anuales e informes de gestión individuales y, en su caso, consolidados a la sociedad rectora de la Bolsa respectiva. La remisión tendrá lugar no más tarde del día en que se publique el anuncio de la convocatoria de su junta general ordinaria o del órgano que resulte para la aprobación de aquéllos. Esta documentación deberá también ser remitida, dentro del mismo plazo, a la CNMV, que la tendrá a disposición del público⁽¹³¹⁾.

(127) Disposición Adicional 1.3 RD 291/1992.

(128) Art. 34 LMV española.

(129) Arts. 16 y 35 LMV salvadoreña.

(130) Art. 218 LSA española, cit.

(131) Disposición Adicional Tercera RD 291/1992.

En El Salvador, la LMV dispone que corresponde a los propios emisores asentados en el Registro Público Bursátil publicar el Balance General y el Estado de Pérdidas y Ganancias auditados a treinta y uno de diciembre del año anterior en un diario de circulación nacional por una sola vez o en boletines especiales que publiquen las Bolsas con esta información o en un periódico especializado en materia financiera y bursátil de amplia circulación⁽¹³²⁾.

B) Informes trimestrales y semestrales

La segunda obligación de transparencia periódica que pesa sobre los emisores de valores negociados en Bolsa completa las deficiencias inherentes a la información de carácter anual arriba mencionada. Por un lado, la información contable que se haga pública al solicitar la inscripción se refiere a anualidades anteriores que pueden ofrecer indicios, pero no informa sobre la evolución de los negocios en el presente, ni sobre sus resultados. Por otro lado, las cuentas anuales auditadas de una sociedad anónima ofrecen al experto información suficiente sobre el patrimonio de la sociedad, su actividad, sus resultados e, incluso, sobre su planificación de futuro. Sin embargo, no contiene expresamente información sobre política y funcionamiento interno de la empresa que puede ser tan relevante a la hora de que el inversor decida mantener sus valores, venderlos o adquirir nuevos. Para facilitar la confianza del inversor en la seguridad de su inversión, las LMV española y salvadoreña introducen los informes trimestrales y semestrales que los emisores de valores deben hacer públicos durante el ejercicio social⁽¹³³⁾.

En España, la Orden Ministerial de 18 de enero de 1991, sobre información pública periódica de los emisores de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores, dispone que los informes trimestrales y semestrales han de presentarse ante las Bolsas de Valores en que coticen los valores y ante la CNMV⁽¹³⁴⁾. Las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores los publicarán dentro de los quince días siguientes a la finalización de los respectivos plazos de remisión, mediante el correspondiente anexo a sus boletines de cotizaciones, los informes trimestrales y semestrales que hubieren recibido. En dicho anexo, se incluirá siempre una relación de los emisores que no hayan remitido las

(132) Art. 34, párrafo 3.º, LMV salvadoreña, reformado por Decreto Legislativo n.º 254, de 2 de febrero de 1995.

(133) Arts. 35 LMV española y 34 LMV salvadoreña.

(134) Art. 1 OM 18 de enero de 1991.

informaciones preceptivas o las hubieren remitido incompletas⁽¹³⁵⁾. Asimismo, la CNMV mantendrá en todo momento a disposición del público la información trimestral y semestral⁽¹³⁶⁾.

Durante un año natural, el emisor ha de presentar dos informes trimestrales y otros dos semestrales. La presentación se ajustará a los modelos oficiales que suministra la citada Orden. Los dos informes trimestrales comprenden un avance de los resultados y otras informaciones relevantes, que se concretan en un detalle sobre la evolución de los negocios del emisor, los dividendos distribuidos y relación de hechos significativos. Los informes trimestrales han de presentarse a más tardar el 16 de mayo (el que corresponde al primer trimestre) y el 16 de noviembre (el del tercer trimestre).

Los informes semestrales son más completos, en cuanto tienen por objeto mostrar "los estados financieros complementarios, con un detalle similar al requerido para sus estados anuales"⁽¹³⁷⁾, incluyendo información de carácter económico (balance de situación, resultados individuales, evolución de los negocios, distribución por actividades del importe neto del negocio, dividendos distribuidos durante el período), pero también datos de interés como el número medio de personas empleadas u otros hechos significativos. Excepcionalmente, cuando el auditor de las cuentas anuales del año anterior haya incluido una opinión con salvedades o sea adversa, el primer informe semestral deberá incluir también un informe de auditoría⁽¹³⁸⁾. Los informes semestrales se han de presentar necesariamente no más tarde del 1 de septiembre y del 1 de marzo del siguiente año, respectivamente para el primer y segundo semestre.

Asimismo, los emisores cuyos valores se negocien en Bolsa y que estén legalmente obligados a consolidar deben aportar adicionalmente la información semestral y trimestral referida al grupo que dominen⁽¹³⁹⁾.

(135) Art. 11, párrafo 1 OM 18 de enero de 1991.

(136) Art. 11, párrafo 2, OM *supra*.

(137) Art. 35 LMV española.

(138) AMESTI MENDIZÁBAL, C.: "Consideraciones...", *op. cit.*, p. 2574 y CACHÓN BLANCO, J.E.: "El régimen jurídico...", *op. cit.*, pp. 2674-2675. Se trata de una reforma introducida en el art. 13 de la Orden Ministerial de 18 de enero de 1991 por la Orden de 30 de septiembre de 1992 y la Circular 3/1994, de 8 de junio, de la CNMV, que han dado lugar a las Normas Técnicas de Auditoría contenidas en la Resolución de 28 de julio de 1994 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, relativa al informe del Auditor que ha de acompañar a la información semestral.

(139) Art. 9 OM 18 de enero de 1991.

La LMV salvadoreña establece un sistema de información semestral de carácter obligatorio, debiendo publicar el Balance de Comprobación o de Situación al treinta de junio de cada año, en los sesenta días siguientes a esas fechas. La publicación se efectuará en los términos descritos para las cuentas anuales actualizadas⁽¹⁴⁰⁾. En cambio, las informaciones trimestrales no se prevén con carácter obligatorio, excepto cuando exista un hecho o información esencial respecto de ellas mismas que pueda afectar positiva o negativamente, de forma significativa, su situación jurídica, económica, financiera o la posición de la sociedad o sus valores en el mercado, lo cual también deberá publicarse⁽¹⁴¹⁾. Las Bolsas, con base a la información recibida, elaborarán boletines que deberán publicarse trimestralmente, que contengan información detallada de los emisores registrados en la Superintendencia, incluyendo la relativa a los grupos y relaciones empresariales que hayan comunicado los mismos⁽¹⁴²⁾.

C) Informe anual del gobierno corporativo

La LEY DE TRANSPARENCIA introdujo otra importante medida de fomento de la transparencia a través del “informe anual del gobierno corporativo”, que es exigible a las sociedades anónimas cotizadas y otros emisores con valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, que no revistan el estatuto de Caja de Ahorros. En su desarrollo se ha dictado la Orden del Ministerio de Economía 3722/2003, de 26 de diciembre, que completa la regulación del contenido y estructura del informe anual del gobierno corporativo. El informe anual del gobierno corporativo habrá de contener, de acuerdo con el modelo aprobado por la CNMV mediante Circular 1/2004, de 17 de marzo, la siguiente información:

— La estructura de la propiedad. Incluye información sobre los titulares directos e indirectos de participaciones significativas, entendiéndose por tales quienes posean más del 5% del capital social o que puedan ejercer una influencia notable en la sociedad. Salvo prueba en contrario, se entiende por “influencia notable” la posibilidad de designar o destituir algún miembro del consejo de administración o haber propuesto esta designación o sustitución. También incluye el tipo de relación de índole familiar, comercial, contractual o societaria entre los accionistas; los pactos parasociales celebrados entre los accionistas que hayan sido comunicados a la sociedad, y el régimen de autocartera de la sociedad.

⁽¹⁴⁰⁾ Vid. texto de nota n.º 132.

⁽¹⁴¹⁾ Art. 34, párrafo 3 LMV salvadoreña.

⁽¹⁴²⁾ Art. 34, párrafo 2 LMV salvadoreña.

— La estructura de la administración. Incluye el detalle del consejo de administración, con la identificación de los consejeros ejecutivos, externos dominicales, externos independientes y otros consejeros externos. Se deben señalar aquellos que comparten cargo con otras sociedades del mismo grupo, como los que desempeñan funciones de administración en sociedades ajenas al grupo. Una cuestión especialmente comentada ha sido la obligación de incluir también la remuneración por conceptos de los consejeros, así como el régimen de titularidad de acciones de los consejeros. El informe anual exige también la identificación, en su caso, de las comisiones del consejo de administración.

— Las operaciones vinculadas. Incluye el detalle de las operaciones relevantes que supongan una transferencia de recursos u obligaciones entre la sociedad o entidades de su grupo y los accionistas significativos de la sociedad o sus administradores o directivos.

— Los sistemas de control de riesgos. Debe describirse la política de riesgos de la sociedad y/o su grupo, detallando y evaluando los riesgos cubiertos por el sistema, junto con la justificación de la adecuación de dichos sistemas al perfil de cada tipo de riesgo.

— La información sobre la junta general de accionistas. Incluye una descripción de los quórum y régimen de adopción de acuerdos sociales previstos en los estatutos sociales; identificación del sistema de elección de la presidencia; datos de asistencia a juntas anteriores; relación breve de los últimos acuerdos adoptados, y la política social de delegación de voto.

— El grado de seguimiento de las recomendaciones del gobierno corporativo.

— Otras informaciones de interés.

La responsabilidad de la elaboración y del contenido del informe anual de gobierno corporativo corresponde al órgano de administración del emisor que lo elabore. Los consejeros o miembros del consejo de administración que hayan votado en contra o se hayan abstenido en relación con la aprobación del informe del gobierno corporativo deberán constar mencionados en el mismo.

El órgano de administración deberá comunicar el informe a la CNMV y ponerlo a disposición de los accionistas y del público en general a través del portal web de la sociedad cotizada.

5. Difusión inmediata de información relevante. La obligación del emisor de disponer de una página web

En España, los emisores cuyos valores se negocien en Bolsa están obligados a difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV

toda información relevante, entendiéndose por ésta aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario⁽¹⁴³⁾. La “Ley de Transparencia” ha introducido, como segunda modificación de importancia, la obligación de las sociedades anónimas cotizadas de disponer de una página web para difundir una serie de **información sobre la sociedad y aquella de carácter relevante que ha sido previamente comunicada a la CNMV**⁽¹⁴⁴⁾. La página web incluirá asimismo el siguiente contenido de acuerdo con la Orden Ministerial 3722/2003, de 26 de diciembre y la Circular 1/2004, de la CNMV, de 17 de marzo:

— Los estatutos sociales.

— El **reglamento de la junta general**. Se trata de una novedad de la “Ley de Transparencia”, que impone que las sociedades cotizadas dispongan de un **reglamento** donde se recojan todas las cuestiones relativas a la junta general de accionistas⁽¹⁴⁵⁾.

— El reglamento del consejo de administración y, en su caso, los reglamentos de las comisiones del consejo de administración. Al igual que el reglamento anterior, la “Ley de Transparencia” ha introducido este tipo de reglamentos en el estatuto de las sociedades cotizadas.

— La memoria anual y el reglamento interno de conducta.

— El informe anual de gobierno corporativo.

— Los documentos relativos a las juntas generales ordinarias y extraordinarias, con información del orden del día, las propuestas que sobre el mismo realice el consejo de administración, así como cualquier información relevante que puedan precisar los accionistas para emitir su voto, dentro del período que señale la CNMV.

— La información sobre el desarrollo de las juntas generales celebradas y, en particular, sobre la composición de la junta en el momento de su constitución, acuerdos adoptados con expresión del número de votos emitidos y el sentido de los mismos en cada una de las propuestas incluidas en el orden del día, dentro del período que señale la CNMV.

— Los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas y, en particular, las explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho

⁽¹⁴³⁾ Art. 82 LMV.

⁽¹⁴⁴⁾ Art. 117.2 LMV.

⁽¹⁴⁵⁾ AAVV: *Guía de buenas prácticas para el desarrollo de la junta general de accionistas de sociedades cotizadas*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2004, pp. 63-69.

de información del accionista, con indicación de las direcciones de correo electrónico y postal a las que pueden dirigirse los accionistas.

— Los medios y procedimientos para conferir la representación en la junta general conforme a las especificaciones que establezca la CNMV.

— Los medios y procedimientos para el ejercicio del voto a distancia, de acuerdo con las normas que desarrollen ese sistema, incluidos, en su caso, los formularios para acreditar la asistencia y el ejercicio del voto por medios telemáticos en las juntas generales.

En El Salvador, los emisores registrados divulgarán a través de las Bolsas veraz, suficiente y oportunamente todo hecho o información esencial respectivo de ellas mismas que pueda afectar positiva o negativamente, en forma significativa su situación jurídica, económica y financiera o la posición de la sociedad o de sus valores en el mercado, lo cual también deberá publicarse. La divulgación tendrá lugar en las formas descritas para las cuentas anuales y el informe semestral⁽¹⁴⁶⁾.

⁽¹⁴⁶⁾ Vid. texto y nota núm. 132.