

La oferta pública de suscripción (y de venta)
de valores negociables (Reflexiones sobre su
perfil según el artículo 3º, RD 291/1992, de
27 de marzo)

POR

FRANCISCO JOSE ALONSO ESPINOSA

(Separata de la publicación en la «Revista General de Derecho», núm. 584)

VALENCIA, MAYO 1993

La oferta pública de suscripción (y de venta) de valores negociables

(Reflexiones sobre su perfil según artículo 3º, RD 291/1992, de 27 de marzo) (1)

POR

FRANCISCO JOSE ALONSO ESPINOSA

Profesor Titular de Derecho mercantil. Universidad de Murcia

SUMARIO: 1. La noción de «oferta pública de suscripción» de valores negociables en el Derecho español: significado y evolución: 1.1. *Planteamiento*. 1.2. *Significado*. 1.3. *Evolución de su régimen en el Derecho español*.—2. Configuración jurídica de la oferta pública de suscripción (y de venta) de valores negociables: 2.1. *Sus elementos configuradores según artículo 3º.1 RD 291/1992: Caracterización general y fundamento*. 2.2. *Sobre un criterio rector en la interpretación del artículo 3º.1 RD 291/1992*. 2.3. *Características de los elementos configuradores de la oferta «pública» de suscripción (y de venta) de valores negociables*: 2.3.1. Eficacia autónoma; 2.3.2. Implican la carga sobre el emisor de su verificación previa a la oferta; 2.3.3. Incidencia sobre las concretas emisiones u ofertas públicas sin formación de un estatuto del emisor u oferente «público» de valores.—3. Las presunciones configuradoras de la oferta «pública» de suscripción o de venta de valores negociables, en particular (artículo 3º.1 RD 291/1992): 3.1. *Existencia de valores de igual naturaleza emitidos por el mismo emisor y admitidos a negociación en cualquier tipo de mercado secundario organizado de valores establecido en España*: 3.1.1. Preexistencia de valores no amortizados emitidos por el mismo emisor...; 3.1.2. ...y de igual naturaleza que los agrupados en la nueva —o, incluso, en la misma— emisión cuya oferta se proyecta realizar...; 3.1.3. ...y que están admitidos a negociación en algún mercado secundario organizado. 3.2. *Desarrollo de actividades publicitarias para la colocación de los valores negociables ofertados*: 3.2.1. Irrelevancia de la condición o la posición jurídica de los sujetos contratantes y/o ejecutores de la actividad publicitaria respecto del emisor de los valores o, en su caso, del oferente de su venta; 3.2.2. Irrelevancia del medio o los medios publicitarios empleados; 3.2.3. Posibilidad de suscripción o adquisición directa en España de los valores objeto de la actividad publicitaria. 3.3. *Intervención de entidades especializadas y legalmente habilitadas en el proceso de colocación*: 3.3.1. Sobre las actividades de comercialización y aseguramiento de emisiones de valores; 3.3.2. Suficiencia de la intervención aséptica de tales entidades a los efectos de calificación como «pública» de la oferta de suscripción o de venta de valores; 3.3.3. Relatividad del tratamiento como «*iusuris tantum*» de esta presunción; 3.3.4. Tratamiento especial de esta presunción ante emisiones u ofertas de venta de valores en moneda extranjera cuya suscripción o compra sólo pueda realizarse fuera de España; 3.3.5. Necesidad de habilitación legal de las entidades intervinientes en el proceso de colocación.

(1) Trabajo realizado con ayuda financiera de la D.G.C.Y.T. en el seno de un programa para el estudio del nuevo Derecho de las sociedades de capital dirigido por el Prof. Dr. D. JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO.

1. LA NOCION DE «OFERTA PUBLICA DE SUSCRIPCION» DE VALORES NEGOCIABLES EN EL DERECHO ESPAÑOL: SIGNIFICADO Y EVOLUCION

1. Planteamiento

El régimen jurídico del mercado primario de valores negociables contenido en los artículos 25 a 30 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores (LMV, en lo sucesivo) ha recibido su necesario desarrollo reglamentario a través del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (RD 291/1992, en adelante). Se trata de un régimen cuyo ámbito de aplicación es *relativo*. El artículo 1º RD 291/1992 delimita tal ámbito de aplicación desde un doble plano: sustancial y territorial. Desde el plano sustancial, el RD 291/1992 tiene como ámbito de aplicación las *emisiones y ofertas de venta de valores negociables* cuando puedan ser calificadas como *públicas* (salvo algunas excepciones, *vid.* sus artículos 25 y 26). Desde el plano territorial, el régimen del mercado primario es aplicable a esas emisiones y ofertas de venta de valores negociables siempre *que se realicen en el territorio nacional* (artículo 1º.1) (2). No obstante, el artículo 3º.3 RD 291/1992 otorga al Ministerio de Economía y Hacienda la facultad de incluir en el ámbito de la norma las emisiones de valores en pesetas realizadas en el extranjero por no residentes «atendiendo a las características de las emisiones y, en particular, al mercado al que se dirijan». Lo propio sucede con las ofertas públicas de venta de valores emitidos en el extranjero (artículo 28.2 RD 291/1992).

La aludida relatividad característica del ámbito de aplicación del RD 291/1992 pone de manifiesto la existencia de dos regímenes jurídicos *superpuestos* (3) aplicables a la emisión de valores negociables: *a)* las sometidas al régimen *mínimo* representado, básicamente, por el régimen jurídico-societario de los valores según su naturaleza, y *b)* las sometidas, además del anterior, al régimen del *mercado primario de valores negociables* contenido, básicamente, en la LMV y el RD 291/1992, cuando en la emisión de los valores (o, en su caso, la venta) concorra alguna de las circunstancias que permitan calificarla como de *oferta pública* (4) (5).

(2) Sobre la emisión exterior de obligaciones *vid.* los trabajos de A. MENÉNDEZ, «Emisión de obligaciones por una sociedad española en el extranjero y su inscripción en el Registro Mercantil español», *R.C.D.I.*, 1988, págs. 1247 ss. y L. PASTOR RIDRUEJO, «La emisión exterior de obligaciones por una sociedad anónima española», *A.A.M.N.*, vol. XXI, 1978.

La delimitación del ámbito general de aplicación se completa con una aclaración: la relativa a la exclusión de los contratos de futuros y opciones negociados en mercados organizados, los cuales cuentan con un régimen particular según RD 1814/1991, de 20 de diciembre, *vid.* sobre ellos A. MADRID PARRA, «Los contratos de futuros y opciones», *Derecho de los negocios*, nº 17, febrero/1992, págs. 1-15.

(3) J. E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del mercado de valores*, tomo II, Madrid, 1993, pág. 50.

(4) Desde el punto de vista del Derecho de sociedades anónimas resulta evidente que bajo esta distinción entre dos categorías de emisiones subyace el problema tipológico de dicha forma societaria en cuanto es posible deslindar claramente, en atención a determinados criterios, la sociedad anónima ordinaria, cerrada, familiar, y la gran sociedad anónima o bursátil (*vid.* F. SÁNCHEZ CALERO, «Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español», *R.D.B.B.*, 1991, págs. 925 ss.) que acude al mercado de capitales buscando medios financieros de los inversores cuya entrega por parte de éstos sea realizada bien a título de crédito, bien a título de aportación al capital social.

(5) Es posible anotar, no obstante, una tendencia evolutiva respecto de dicha *superposición* de regímenes jurídicos, el societario y el propio del mercado primario, en el sentido de que el Derecho del mercado

Pues bien, mientras el criterio territorial delimitador del ámbito de aplicación de este especial régimen jurídico no parece plantear especiales problemas, sí resulta obligada la precisión de los elementos de carácter sustancial. Tales elementos son: *a)* que se trate de una emisión de *valores negociables*, concepto que, a los efectos del RD 291/1992, establece su artículo 2º; *b)* que tales valores se emitan o vendan mediando *oferta pública*, modalidad de oferta de suscripción o venta de valores cuyos contornos regula el artículo 3º del propio RD 291/1992. El propósito de estas páginas es realizar una serie de consideraciones sobre el segundo de estos elementos, esto es, sobre el régimen configurador del carácter *público* de las emisiones y ofertas de venta de valores contenido en artículo 3º.1 RD 291/1992, excluyendo, por tanto, el estudio del otro elemento constituido por el concepto de los *valores negociables* (6).

La configuración como *pública* de una oferta de suscripción o de venta de valores se hace depender de la verificación en una emisión u oferta de venta de valores negociables de alguna o algunas de las *presunciones* contenidas en el artículo 3º.1 RD

de valores parece tender a independizarse de los moldes propios del Derecho societario mediante la construcción de un régimen *institucional* propio o exclusivo de los mercados de valores según técnicas específicas de protección de la inversión (cfr., por ejemplo, los artículos 4º.4 y 17.2 RD 291/1992). *Vid.*, entre otros, A. C. PELOSI, «Libertà di creazione di titoli di massa», en AA.VV., *Studi in onore di Cesare Grasetti*, Milán, 1980, págs.1405 ss.; R. CAVALLO BORGIA, «Note in margine alla tutela del risparmio investito in titoli atipici», *R. Dir. Comm.*, 1984, págs. 433 ss.

(6) Para facilitar la lectura de estas páginas, se considera oportuno transcribir el contenido del artículo 3º RD 291/1992:

Artículo 3º. Ambito material y reglas de aplicación territorial.—1. Se considerarán emisiones y ofertas públicas de venta de valores realizadas en el territorio nacional y quedarán sujetas al presente Real Decreto las siguientes:

a) Las de valores de igual naturaleza que otros del mismo emisor español que están admitidos a negociación en Bolsa de Valores, en otro mercado secundario oficial, o en un mercado organizado establecido en territorio nacional.

b) Aquellas en que el emisor o poseedor de los valores, o quien actúe por cuenta de él, ofrezca los valores en territorio nacional desarrollando actividades publicitarias, sea a través de medios de información, difusión o comunicación normalmente destinados al público en general, sea a través de medios de comunicación restringida o individual.

c) Aquellas en que los valores sean objeto de difusión, promoción o comercialización en territorio nacional a través de cualquier persona o entidad dedicada a esta actividad, que deber ser en todo caso alguna de las personas o entidades autorizadas a desarrollar habitualmente actividades relacionadas con el mercado de valores, de acuerdo con los artículos 71 y 76 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que dichas personas o entidades realizan comercialización de valores, y no mera recepción de «órdenes de compra de los inversores, cuando intervengan de cualquier modo en emisiones de valores en pesetas.

2. Cuando se trate de emisiones u ofertas públicas de venta de valores negociables en las que, por su naturaleza internacional, sólo una parte de las actividades señaladas en el número 1 precedente se desarrolle en territorio español, el presente Real Decreto se aplicará solamente a esta última, cuando sea susceptible de identificación. No obstante, la información a suministrar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a incluir en el folleto de emisión recogerá todos aquellos datos relevantes del conjunto de la emisión u oferta pública de venta.

3. En el caso especial de emisiones de obligaciones u otros valores negociables realizadas por no residentes, en las que no se desarrollen en territorio español actividades publicitarias de las señaladas en la letra *b)* del número 1 precedente, corresponderá al Ministerio de Economía y Hacienda, atendiendo a las características de las emisiones y, en particular, al mercado al que se dirijan, determinar su sujeción o no a lo dispuesto en el presente Real Decreto.

4. Aunque no concurra ninguna de las circunstancias previstas en el número 1 del presente artículo, quedarán sujetas a lo dispuesto en el presente Real Decreto las emisiones a que se refieren sus artículos 25 y 26.

291/1992 (7). Estas son aplicables, asimismo, para determinar la calificación como «públicas» de las ofertas de venta de valores negociables, esto es, de valores cuya adquisición es *derivativa* (8) por haber sido ya ofertada y realizada su suscripción en un tiempo anterior (artículo 28.1 RD 291/1992).

2. Significado de la noción de «oferta pública»

El artículo 3º.1 RD 291/1992 supone uno de los elementos básicos de la *confirmación* en nuestro sistema de una particular técnica jurídica de protección de la inversión en valores negociables. Ante la experimentada insuficiencia al respecto de las tradicionales técnicas societarias, así como del entorpecimiento de los mercados derivado del régimen de autorización administrativa de las emisiones de valores, la LMV se decantó por introducir en nuestro sistema las técnicas de protección fundadas en la denominada «filosofía de la transparencia». Ello ha implicado la liberalización, con carácter general, de las operaciones de captación de medios financieros en el mercado de capitales mediante emisión de valores negociables (artículo 25 LMV), a cambio de imponer a los emisores el deber de procurar a los eventuales inversores una información suficiente, desde dos planos, a fin de posibilitarles la formación de un juicio fundado en torno a la conveniencia de la inversión que se les propone (cfr. artículo 28 LMV). Tales planos sobre los que gira el deber de información previa a la suscripción u oferta de venta de valores son el jurídico y el económico-financiero. El primero comprende los aspectos relativos a las condiciones y al contenido obligacional de los valores; el segundo se refiere al estado patrimonial actual y previsible del emisor, en función del cual sea factible vaticinar sobre el nivel de seguridad o de riesgo de la inversión propuesta. La regulación de este deber jurídico precontractual impuesto a los emisores de valores es el cometido principal del RD 291/1992, norma que contiene el desarrollo reglamentario de los artículos 25-30 LMV de acuerdo, por lo demás, con la Directiva 89/298/CEE, de 17 de abril.

3. Evolución de su régimen en el Derecho español

Hemos afirmado (*vid.* epígrafe anterior) que el régimen de las ofertas «públicas» de suscripción y venta de valores negociables según el artículo 3º.1 RD 291/1992 supone la «confirmación» de esta técnica de adición del régimen especial del mercado primario al tradicional societario de las emisiones de valores. «Confirmación» y no «introducción» *ex novo* porque tal instituto ya existía en nuestro Derecho, si bien

(7) Se trata de una técnica semejante a las existentes, por ejemplo, en el Derecho francés (*appel public l'pargne*, según artículo 72 de la Ley de Sociedades de 1966), en el sistema italiano (*sollecitazione al pubblico risparmio*, según redacción del artículo 18-ter de la Ley de 7 de junio de 1974 nº 216 por D. Lgs. de 25 de enero de 1992, nº 85, o en el Derecho suizo (*öffentlich zur Zeichnung*), según artículos 631, 651 y 1156 del Código de las Obligaciones.

(8) Cfr. el uso de esta terminología en el título del artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas (R.D.L. 1564/1989, de 22 de diciembre).

regulado de manera incompleta y dispersa. En relación con ello, dicho sea, uno de los principales méritos del artículo 3º.1 RD 291/1992 desde el punto de vista técnico-legislativo es el de haber logrado la unificación de los criterios de calificación como de «oferta pública» para emisiones de toda suerte de valores negociables con abstracción, por tanto, de la naturaleza de los mismos.

Efectivamente, nuestro Derecho contaba ya con normas representativas de esta técnica de adición o superposición del régimen del mercado primario de valores a las normas puramente societarias reguladoras de la emisión de valores negociables. Sin embargo, tales normas presentaban dos importantes defectos. Por un lado, adolecían, como se ha avanzado, de una cierta dispersión según la naturaleza de los valores negociables cuya suscripción o venta fuere ofertada; por otro lado, se recurría en ellas a criterios dispares, basados, sobre todo, en la naturaleza de los valores, para determinar la existencia o no de una «oferta pública» en la emisión de los mismos. Esa dispersión y esa disparidad de criterios en los elementos o circunstancias cualificadores de la «oferta pública» no parecía, ciertamente, estar justificada si se atendía a la función de este tipo de normas, cual es la de proteger los intereses de los *inversores* ordinarios cuando se prevea un cierto grado de difusión de los mismos entre el público inversor, sin que, por consiguiente, la naturaleza de los valores ofertados hubiere de influir sustancialmente en la aplicación o, en su caso, exclusión, de las normas del mercado primario de valores.

Así, por un lado, en cuanto a los valores de financiación en concepto de recursos ajenos o valores «no representativos de partes del capital social» (9), era de aplicación el ahora derogado RD 1.851/1978, de 10 de julio, sobre anuncio y puesta en circulación de títulos de renta fija. Para calificar como de «oferta pública» la correspondiente emisión, esta norma atendía, fundamentalmente, a criterios cuantitativos y de ausencia (al menos relativa) de reserva de suscripción de los títulos según criterios subjetivos (10). Las obligaciones derivadas para el emisor según este sistema eran, principalmente, dos. En primer lugar, la de editar y difundir un folleto informativo destinado al público inversor sobre los aspectos relativos a los valores ofertados y sobre la situación económica del emisor y, en segundo lugar, la de observar un período de «suscripción abierta» cuyo objeto era facilitar el acceso a la suscripción de los inversores en general. Esto último se adoptaba como técnica de fomento de la inversión por parte de empresas y familias y, al tiempo, de freno a la inversión institucional cuya preponderancia en nuestros mercados de valores los había sumido en un casi permanente agostamiento.

Por otra parte, más tardíamente, la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 ha delimitado el perfil de las «ofertas públicas» de suscripción de acciones o de otros valores

(9) Como los denominaba el artículo 1º RD 1851/1978, de 10 de julio. Este RD fue declarado de aplicación a las emisiones de «pagarés de empresas» por Orden de 23 de mayo de 1983.

(10) El RD 1851/1978 ha sido derogado por el RD 291/1992 (vid. el nº 1 de su Disposición Derogatoria). Quedan vigentes, sin embargo, de forma transitoria, en tanto el Ministerio de Economía y Hacienda no apruebe los modelos de folletos según lo previsto en el artículo 16 RD 291/1992, diferentes normas que fueron dictadas en desarrollo del RD 1851/1978. Así, la Orden de 17 de noviembre de 1981 (modificada por Orden de 26 de febrero de 1982) y la Orden de 24 de mayo de 1983 (vid. Disposición Transitoria Primera RD 291/1992).

que dieran derecho a su conversión o suscripción, cerrándose con esta norma el proceso de delimitación (11). Quedaba, pues, pendiente, en materia de valores para captación de medios financieros en concepto de recursos propios, perfilar los aspectos relativos a la emisión con «oferta pública» de cuotas participativas de cajas de ahorro ya que el desarrollo reglamentario del régimen de estos valores negociables no se produjo hasta el RD 664/1990, de 25 de mayo. En materia de valores de captación de medios financieros en concepto de recursos ajenos, no terminaba de existir una regulación clara al respecto.

La Ley de Sociedades Anónimas de 1989 dispuso en el número 3 de su Disposición Adicional Primera la consideración como de «oferta pública», con la consiguiente sumisión a la normativa del Mercado de Valores y a la contenida en el artículo 160 de la propia Ley de Sociedades Anónimas, de las operaciones de *aumento del capital* «cuando las acciones y obligaciones convertibles en acciones coticen en un mercado secundario oficial y los derechos de suscripción que generen sean libremente negociables en el mismo» (12). Podría entenderse, en principio, que la norma transcrita resulta un tanto inconcreta por generalizante en exceso. En efecto, no todo aumento de capital es susceptible de quedar englobado dentro de su ámbito de aplicación. Así, pueden no encajar en la misma, dada la imposibilidad de una efectiva «oferta pública», los aumentos de capital sin emisión de nuevas acciones, cualquiera que fuese su contravalor, así como aquéllos cuyo contravalor consistiese en lo que la Ley de Sociedades Anónimas denomina «compensación de créditos» ya que las acciones derivadas de tales aumentos están predestinadas a los titulares de los créditos a compensar; lo propio sucede con los aumentos denominados «gratuitos» en razón de que éstos se desembolsan totalmente —a salvo la posibilidad de aumentos «mixtos»— con cargo a medios patrimoniales ya existentes en la sociedad y cuyos destinatarios naturales son los propios accionistas sin que tal derecho sea susceptible de exclusión (13).

No obstante, a pesar de la consideración anterior, puede entenderse la posición del legislador de 1989 al someter a las normas del mercado primario de valores a todo aumento del capital, sin distinción, que pueda experimentar una sociedad en la que se den las condiciones del número 3 de la Disposición Adicional Primera de la Ley de

(11) Con anterioridad, la Disposición Adicional Primera de la Ley 46/1984, sobre Instituciones de Inversión Colectiva, introdujo con carácter general la figura de la «apelación general al ahorro del público» mediante emisión de valores. Las entidades que realizasen tal tipo de operación quedaban obligadas a realizar una auditoría externa de su contabilidad antes de la formulación de la oferta pública de suscripción de los valores. Sin embargo, el legislador de tal norma olvidó precisar los elementos delimitadores de la figura legal de la «apelación general al ahorro del público». Esta Disposición fue derogada por la LMV en 1988 (vid. su disposición derogatoria).

(12) Obsérvese que esta norma de la Ley de Sociedades Anónimas se refiere explícitamente a un mercado secundario *oficial*, mientras que el artículo 3º.1.a) RD 291/1992 hace extensivo el elemento «admisión a un mercado secundario» a cualquier tipo de mercado secundario de valores. No obstante, la postura de la Ley de Sociedades Anónimas es plenamente correcta ya que las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción, deben negociarse *obligatoriamente* en Bolsas de Valores (artículo 46 LMV), las cuales tienen la condición de mercados secundarios *oficiales* de valores (artículo 31 LMV).

(13) Sobre el tema *vid.* A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones», en *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a JOSÉ GIRÓN TENA*, Madrid, 1991, págs. 886-887.

Sociedades Anónimas ya que, en un momento ulterior, las acciones derivadas de los nuevos aumentos, cualquiera que sea su contravalor, serán también susceptibles de negociarse en el mercado secundario o bien, si se trata de aumentos mediante elevación del valor nominal de las anteriores acciones, puede resultar que las acciones en cuestión ya se hallen admitidas a negociación en un mercado secundario de valores, razón por la cual sea de interés para los inversores la observancia por parte del emisor de las normas relativas al mercado primario de valores. En cualquier caso, la nueva normativa contenida en el RD 291/1992 permite salvar los aspectos oscuros en la interpretación de esa norma.

2. CONFIGURACION JURIDICA DE LA OFERTA PUBLICA DE SUSCRIPCION (Y DE VENTA) DE VALORES NEGOCIABLES

1. Sus elementos configuradores según artículo 3º.1 RD 291/1992: Caracterización general y fundamento

El artículo 3º RD 291/1992 trata de delimitar el perfil de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables dotando del carácter de *presunciones* legales bien a ciertos hechos relativos al emisor, bien a determinadas circunstancias que se produzcan en el contexto de la colocación de los valores en el mercado de capitales. Entre los primeros se concreta como presunción el hecho supuesto por la existencia de *valores anteriores de la misma naturaleza emitidos por el mismo sujeto y que se encuentren admitidos a negociación en un mercado secundario de valores* [artículo 3º.1.a)]. En cuanto al contexto de la colocación de los valores, se elevan al carácter de presunción legal dos tipos de circunstancias: *el desarrollo de actividades publicitarias* [artículo 3º.1.b)] y *la intervención en la colocación de los valores de entidades especializadas y habilitadas a tal efecto* [artículo 3º.1.c)].

Si tal hecho o alguna de ambas circunstancias se verifica en efecto, la consecuencia jurídica inmediata será la inclusión de la oferta de suscripción o de venta en cuestión dentro del ámbito de aplicación del RD 291/1992. Ello siempre que no concurra, a su vez, alguno de los supuestos de excepción legal total o parcial de la aplicación de tal régimen de acuerdo con los artículos 6º y 7º RD 291/1992 (14). En el fondo de esta técnica de adición de un régimen jurídico a una emisión de valores subyace una doble presunción. En primer lugar, que la oferta de suscripción va dirigida hacia inversores ordinarios, sin perjuicio de que a la misma puedan acudir otros tipos de inversores como los institucionales o los grandes inversores (*sophisticated investors*). En segundo lugar, que los valores cuya suscripción o venta es ofertada concurriendo alguno de tales elementos van a alcanzar un *grado de difusión* importante entre ese público inversor ordinario. Ello hace indicada la entrada en juego del régimen adicional relati-

(14) Vid. sobre las mismas F. J. ALONSO ESPINOSA, «Las excepciones al ámbito de aplicación del RD 291/1992 sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables», *Derecho de los negocios*, nº 31, abril/1993.

vo al mercado primario de valores según la LMV y el RD 291/1992, junto al general derivado de las normas jurídico-societarias.

En efecto, como se ha puesto acertadamente de relieve, lo realmente relevante de los criterios tipificados a los que el legislador atiende para calificar como «pública» una oferta de suscripción o de venta de valores negociables no es, ciertamente, el contenido concreto de cada uno de ellos sino el fundamento que los sostiene. Fundamento que ha sido, al fondo, determinante para que el legislador los tipifique expresamente, entre otros posibles, como determinantes de la aplicación del régimen especial del mercado primario de valores a la concreta emisión o a la oferta de venta. Así, tales criterios contenidos en el artículo 3º.1 RD 291/1992 son, en realidad, una expresión incompleta (15), la «punta del iceberg» si se quiere, del espíritu que los inspira: ser el detonante de la aplicación de un paquete adicional de normas fortalecedoras de la posición de los inversores, que se añadirá a las propiamente societarias, ante operaciones de financiación mediante emisión de valores mobiliarios al presumirse, *iuris et de iure*, que los eventuales suscriptores o adquirentes de esos valores tienen la condición de inversores ordinarios y no, por tanto, la de accionistas de control o, en su caso, de activos especuladores, grandes inversores e inversores institucionales y/o profesionales. Por ello se juzgan precisos, *a priori*, medios adicionales de protección de sus intereses. De este modo, es exigible al emisor un comportamiento especial, más riguroso que aquél que podría calificarse como ordinario derivado, principalmente, del sistema del Derecho de sociedades (16).

2. Sobre un criterio rector en la interpretación del artículo 3º.1 RD 291/1992

En virtud de la anterior consideración, parece acertada la dirección de quienes piensan que los elementos tipificados para la calificación como «pública» de una oferta de suscripción o de venta de valores negociables, deben ser interpretados con criterio abierto o extensivo o lo que, siguiendo el artículo 3º del Código Civil, se correspondería con el criterio hermenéutico relativo «al espíritu y finalidad de la norma». El artículo 3º.1 RD 291/1992 no tipifica, en efecto, todos los hechos que son y puede también que, en determinados casos, no sean todos los que están. En otras palabras, puede haber ofertas efectivamente «públicas» de suscripción o de venta de valores a pesar de no quedar así calificadas por no verificarse en ellas ninguno de los elemen-

(15) Y. GUYÓN, *Droit des affaires*, vol.1', 6º ed., París, 1990, pág. 270.

(16) Por ello es plenamente cierto que la noción de «oferta pública de suscripción» de valores negociables se halla inserta dentro del denominado «Orden Público Económico» entendido como «conjunto de medidas adoptadas por los poderes públicos para organizar las relaciones económicas», vid. TH. GRANIER, «La notion d'appel public à l'épargne», *Revue des sociétés*, nº 4/1992, pág. 697, con cita de G. FARIAT; vid. asimismo, Y. GUYÓN, *Droit des affaires*, I, cit., pág. 216; vid., también, L. DÍEZ PICAZO, *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*, tomo I, 4ª ed., Madrid, 1993, págs. 42, 54.

Nótese, por otra parte, que la realización por parte de las sociedades de actividades que impliquen «oferta pública de suscripción de valores negociables» sirve como criterio básico para establecer la delimitación entre la sociedad anónima simple y la sociedad anónima cotizada o bursátil. Vid. entre otros, PH. MERLE, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, 2ª ed., París, 1990, págs. 17-18, 204-205; F. SÁNCHEZ CALERO, *Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español*, cit., págs. 925-926.

tos legales *ex* artículo 3º.1 RD 291/1992 y, a la inversa, pueden darse ofertas de suscripción o de venta no efectivamente *públicas* aun cuando se verifique en ellas alguno o algunos de tales elementos (17).

Ello ha llevado a mantener, como se ha avanzado, la conveniencia de aplicar una interpretación *extensiva* de las normas delimitadoras de la «oferta pública de suscripción» o, lo que es lo mismo, a la acertada caracterización como *concepto dinámico* o abierto de la noción legal de oferta pública de suscripción o de venta. En concreto y en tal dirección, la *Commission d'Opérations de Bourse* francesa (C.O.B.) ha interpretado que los parámetros legales delimitadores del perímetro del «*appel public à l'épargne*» según el artículo 72 de la Ley de Sociedades de 1966, no tienen carácter limitativo o cerrado; no son los únicos elementos barajables al efecto ya que tal noción se ha formado, al igual que sucede con el 3º.1 de nuestro RD 291/1992, mediante tipificación expresa de algunas de las manifestaciones concretas, sin duda las más características y omnicomprensivas, de un substrato más amplio. Ese substrato, verdadero fundamento de la norma, podría formularse así: existe oferta pública de suscripción cuando pueda materializarse una *difusión amplia y efectiva* entre el ordinario público inversor de los valores cuya suscripción o adquisición es ofertada. La propia C.O.B. ha interpretado de acuerdo con ese criterio el artículo 72 de la Ley de Sociedades de 1966 estableciendo, en consecuencia, que el carácter de oferta pública resulta «de la difusión de los valores más allá de un círculo restringido de personas»; es más, para dotar de seguridad jurídica al sistema, se ha llegado a la fijación de un criterio de naturaleza puramente cuantitativa en función del cual esta difusión amplia y efectiva se presume cuando los valores se difundan entre más de trescientas personas (18). Ello hace de la noción de oferta pública de suscripción (y de venta) un criterio *abierto, flexible y funcional*, una especie de herramienta dúctil en función del fin político-legislativo último perseguido: reforzar la seguridad del tráfico en materia de inversión en valores negociables mediante la aplicación de un sector de normas adicional a las estrictamente societarias capaz de dotar a los inversores ordinarios y a sus asesores de los elementos indispensables para permitirles hacer un juicio fundado sobre la conveniencia de la inversión que se les propone. Esta conclusión, por lo demás, la hemos de juzgar plenamente extensible a la interpretación del artículo 3º RD 291/1992.

3. Características de los elementos configuradores de la oferta «pública» de suscripción (y de venta) de valores negociables

Algunas otras características de los criterios configuradores como «pública» de una oferta de suscripción (y de venta) de valores negociables según el artículo 3º.1 RD 291/1992, son las siguientes:

(17) Vid. ejemplos de la práctica francesa en TH. GRANIER, *La notion d'appel public à l'épargne*, cit., pág. 696.

(18) PH. MERLE, *Droit commercial*, cit., pág. 205; M. B. MERCADAL/M. JANIN, *Sociétés commerciales*, París, 1992, nº 1107; TH. GRANIER, *La notion*, cit., págs. 699-701.

3.1. *Eficacia autónoma*

Se trata, en primer lugar, de criterios dotados de *eficacia autónoma*. Es decir, basta la verificación de alguno de ellos en la concreta emisión u oferta de venta de valores para que la misma quede comprendida, *ex lege*, en el ámbito de aplicación de la LMV según su desarrollo por el RD 291/1992. Cada uno de los tres elementos es susceptible, aisladamente, de servir de denotante de la aplicación del régimen propio de las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores negociables.

3.2. *Implican la carga sobre el emisor de su verificación previa a la oferta*

Por otra parte, y en segundo lugar, la configuración legal de tales elementos implica la carga sobre el emisor de poner especial diligencia en prever, antes de formular la oferta de suscripción, si en la misma confluye *o va a confluír* alguno de estos parámetros, a fin de dar cumplimiento a las normas aplicables según la LMV y el RD 291/1992.

Sólo el primero de los elementos —la existencia de valores del mismo emisor admitidos a negociación en un mercado secundario [cfr. artículo 3º.1.a) RD 291/1992]— puede verificarse *a priori* de la formulación de la oferta. Mas, respecto de los otros dos —la realización de actividades publicitarias y/o la intervención de entidades especializadas en la colocación de los valores (cfr. artículo 3º.1, letras «b») y «c») —, sólo puede preverse la obligación de cumplimiento de tales normas en base a que el emisor o el oferente de la venta, en su caso, tenga previsto, antes de solicitar a la CNMV la verificación y registro del folleto de emisión: a) el desarrollo de tales actividades, o b) haya contratado los servicios de entidades habilitadas en función de la colocación de los valores o, creo que habría que añadir, c) que la propia entidad emisora sea una de estas entidades y se sirva de su propia infraestructura para la colocación de los valores, a salvo, por supuesto, la confluencia de una de las excepciones legales (cfr., por ejemplo, el artículo 6º.b) RD 291/1992).

Sin embargo, aun cuando estas dos últimas circunstancias sólo son efectivamente verificables, bien simultáneamente, bien *a posteriori* de la expresión de la oferta de suscripción o venta, del contexto del RD 291/1992 puede desprenderse, aunque no con total claridad, la imposición al propio emisor u oferente de la venta de los valores de una carga de *autoverificar* la eventual producción de las mismas antes de la expresión de la oferta. Es decir, el propio emisor u oferente de la venta, en su caso, debe valorar antes de expresarla su posible carácter de oferta «pública» para, en función del resultado que obtenga, cumplir los deberes que le incumben según el artículo 5º RD 291/1992 o bien, descartar su aplicación. Ello, nótese, puede acarrear una importante consecuencia colateral: el emisor u oferente de la venta no parece que deba realizar actividades publicitarias espontáneas en el sentido de que no se hallen previstas al tiempo de la apertura del período de suscripción sin haber antes cumplido los requisitos *ex* artículo 5º RD 291/1992 y, de igual modo, tampoco deber recurrir a entidades colocadoras sin antes hacer lo mismo si es que el concurso de tales entidades no había

sido igualmente previsto antes del lanzamiento de la oferta y, en función de ello, cumplidos los requisitos *ex* artículo 5º RD 291/1992. Todo ello, lógicamente, a no ser que tales requisitos hubieren quedado cumplidos en función de alguno de los otros elementos del artículo 3º.1 RD 291/1992, en cuyo caso el emisor u oferente de la venta sólo quedará obligado a editar y difundir el oportuno *suplemento* al folleto *ex* artículo 22 RD 291/1992 (19).

De otro modo, tales emisiones o ofertas de venta podrían ser «públicas» de *iure* pero privadas *de facto*, por lo que el emisor u oferente de la venta incumplidor de los requisitos establecidos en los artículos 26 LMV y 5º RD 291/1992 incurriría en un supuesto de hecho sancionable como infracción *muy grave* de acuerdo con el artículo 99.n) LMV.

La aludida carga de previsión, por parte del emisor o, en su caso, el oferente de la venta de valores, de la coetánea o eventual producción de alguna o ambas de las circunstancias cualificadoras como «pública» de la emisión o de la oferta de venta contenidas en las letras «b)» y «c)» del artículo 3º.1 RD 291/1992, se desprende, en concreto, de los artículos 15.1.d) y 23 RD 291/1992. Por lo que se refiere a la carga de previsión de la intervención de entidades especializadas en el proceso de colocación de los valores, el primero de tales preceptos obliga a hacer constar en el folleto de emisión, entre otros aspectos, la «entidad o entidades que intervengan en la colocación o en su aseguramiento, y sus cometidos respectivos». Por lo que se refiere a la carga de previsión de la realización de actividades publicitarias, tenemos que del artículo 23 resulta que la *publicidad* relativa a la emisión no puede comenzar antes de la edición y puesta a disposición del folleto de emisión, el cual, a su vez, debe estar disponible antes de la apertura del período de suscripción. De este modo es posible deducir que la futura realización de actividades publicitarias para la colocación de los valores debe estar prevista o, en su caso, excluida por el emisor, antes de la apertura del período de suscripción a fin de incoar el cumplimiento o, en su caso, su exclusión, del régimen de las ofertas públicas de emisión o de venta de valores. Ello si es que, claro está, la realización de este tipo de actividad fuera el único de los elementos del artículo 3º.1 concurrentes en la respectiva oferta de suscripción o de venta de modo que la misma no viniese cualificada como «pública» por virtud de alguno o de ambos de los restantes elementos (los incluidos en las *lits.* «a)» y «c)» del artículo 3º.1).

3.3. *Incidencia sobre las concretas emisiones u ofertas públicas sin formación de un estatuto del emisor u oferente «público» de valores*

En tercer lugar, cabe observar que, a diferencia del sistema francés en el que parece haberse inspirado el legislador español en la configuración de las presunciones *ex* artículo 3º.1 RD 291/1992, el objeto directo sobre el que se producen los efectos jurídicos de la verificación de uno o varios de ellos no resulta ser la propia sociedad emi-

(19) Por ejemplo, si no estaba prevista la intervención de entidades especializadas en la colocación y, tras el registro del folleto en la CNMV y su edición, se contrata tal tipo de servicio.

sora de los valores sino la concreta emisión de que se trate. Ello implica la posibilidad de que una misma entidad emisora de valores haya de respetar los requisitos de los artículos 25 y siguientes LMV y 5º RD 291/1992 respecto de unas emisiones y no tenga obligación de hacerlo respecto de otras. El sistema, pues, tiene una eficacia *aislada* o *ad hoc* respecto de cada concreta emisión de valores.

Nuestro sistema se aparta así del sistema francés según el cual la verificación de alguna de tales presunciones en una emisión de valores incide directamente sobre el régimen jurídico aplicable a la entidad emisora de los valores, la cual resulta entonces destinataria de un estatuto jurídico especial, el estatuto de la *société faisant appel public à l'épargne*, el cual tiene *efectos permanentes* sobre la misma. Ese estatuto le exige, en líneas generales, el cumplimiento de requisitos especiales en cuanto a su cifra de capital, constitución, medidas de publicidad y sometimiento permanente al control de la C.O.B. (20).

3. LAS PRESUNCIONES CONFIGURADORAS DE LA OFERTA «PÚBLICA» DE SUSCRIPCIÓN O DE VENTA DE VALORES NEGOCIABLES, EN PARTICULAR (ARTÍCULO 3º.1 RD 291/1992)

Los elementos que, en concreto, son elevados por el artículo 3º.1 RD 291/1992 a la categoría de presunciones *iuris et de iure* de que los valores en cuestión van a alcanzar un grado amplio y efectivo de difusión entre el público inversor, de manera que, por ello, resultan determinantes de la calificación como *pública* de una oferta de suscripción o venta de valores negociables, podrían formularse así: 1ª. Admisión de valores a negociación en cualquier tipo de mercado secundario español, que sean de igual naturaleza a los nuevamente emitidos o cuya venta se oferta, y que hayan sido emitidos anteriormente por el mismo emisor [artículo 3º.1.a)]; 2ª. Desarrollo de actividades publicitarias para promocionar la colocación de los valores en el mercado [artículo 3º.1.b)]; 3ª. Intervención de entidades especializadas y legalmente habilitadas en la colocación de los valores en el mercado [artículo 3º.1.c)] (21).

(20) Sobre las especialidades del régimen de estas sociedades vid., por ejemplo, M. B. MERCADAL/M. JANIN, *Sociétés commerciales*, cit., núms. 1.104-1.105. Este estatuto se presume que tiene carácter permanente respecto de las sociedades que hayan realizado en alguna ocasión alguna de las conductas del artículo 72 de la Ley de sociedades de 1966 aun cuando en el momento presente ya no se verifique ninguno de ellos. Por tanto, la calificación como *société faisant appel public à l'épargne* subsiste a los criterios de paso a ese estatuto especial. Ello implica, en coherencia con el carácter de presunciones legales contenidas en el artículo 72 de la Ley de 1966, la admisibilidad de que la sociedad en cuestión pueda salir de ese estatuto si ha pasado a ser una sociedad «cerrada». Según la C.O.B. la carga de la prueba del carácter «cerrado» corresponde a la propia sociedad interesada en salir de ese estatuto especial y, concretamente, lo que se le exige es la prueba de que sus valores ya no se hallan amplia y efectivamente dispersos entre el público inversor, vid. M. B. MERCADAL/M. JANIN, *Sociétés commerciales*, cit., nº 1.107.

(21) Obsérvese cómo el RD 291/1992 parece directamente inspirado en el artículo 72 de la Ley francesa sobre las sociedades mercantiles de 24 de julio de 1966. En efecto, en tal precepto se encuentran casi los mismos elementos delimitadores del *appel public à l'épargne*. Según 1: «Se reputa que hacen apelación pública al ahorro las sociedades cuyos títulos están admitidos a cotización oficial o algún otro mercado

1. Existencia de valores de igual naturaleza emitidos por el mismo emisor y admitidos a negociación en cualquier tipo de mercado secundario organizado de valores establecido en España (22)

Los requisitos que han de confluir para la efectividad de esta primera manifestación de la situación de oferta «pública» de suscripción (o de venta, en su caso) serían:

1.1. Preexistencia de valores no amortizados emitidos por el mismo emisor...

Resulta, pues, irrelevante, como consideración inicial, que la oferta de los nuevos valores se pretenda realizar o no de forma pública, o bien pretenda reservarse, privadamente, a una categoría concreta de inversores. En ambos casos, se darán los efectos de esta presunción que calificar como «pública» la nueva oferta de suscripción o de venta de valores (cfr. artículo 7º.1 RD 291/1992). Se trata, por otra parte, de la presunción más cercana, entre las tres que contiene el artículo 3º.1 RD 291/1992, al establecimiento de un estatuto especial para la sociedad cotizada o bursátil.

Por otra parte, dada la redacción de esta primera presunción, podría pensarse en la posibilidad de emisiones de valores cuya oferta fuere en parte pública y en parte privada en función de que los valores primeramente colocados no cotizaren en un mercado secundario de valores y no existieren antes otros emitidos por el mismo emisor. Tal supuesto podría darse en los casos de programas de emisión continua o abierta de valores negociables (artículos 6º.2 RD 114/1992 y 4º.4 RD 291/1992) o de valores agrupados en una misma emisión pero puestos en circulación en tramos ofertados en diferentes fechas espaciadas en el tiempo (cfr. artículo 4º.3 RD 291/1992). En ambos supuestos podría pensarse que los valores incluidos en los primeros tramos no tuvieren por qué quedar sujetos al RD 291/1992, mientras que los siguientes tramos sí, desde que se produjese la admisión de los primeros tramos a negociación en un mercado secundario, sin preexistencia de valores anteriores en tal situación.

No obstante, aunque no se dé esta primera presunción respecto de los primeros tramos de valores integrados en la misma emisión, hay que entender que, a pesar de ello, la obligación de respetar el RD 291/1992 es relativa a las emisiones en su totalidad y no sólo respecto de los tramos o partes de las mismas efectivamente emitidos en oferta «pública» de acuerdo con las presunciones del artículo 3º.1 de tal norma. Un fundamento jurídico a esta afirmación podría, quizá, encontrarse en el artículo 8º.3 *in*

secundario de valores, desde dicha admisión, o que, para la colocación de los títulos, cualquiera que sean, se recurre a entidades de crédito, a las entidades mencionadas en el artículo 99 de la ley nº 84-46 de 24 de enero de 1984 relativa a la actividad y control de entidades de crédito, o a sociedades de bolsa, o a procedimientos de publicidad cualquiera, o a la mediación individual». Sobre este precepto, *vid.* J. P. SORTAIS, «La noción de llamamiento al público en la nueva Ley francesa de sociedades», R.D.M., 1969, págs. 7 ss.

(22) El artículo 3º.1.a) RD 291/1992 hace mención, en concreto, a «Bolsa de Valores, o en otro mercado secundario oficial, o en un mercado organizado establecido en territorio español».

Nótese, por otra parte, que esta primera presunción engloba a la prevista por el número 3 de la Disposición Adicional Primera de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, regulador del carácter «público» de las ofertas de suscripción de acciones, obligaciones convertibles y derechos de suscripción sobre unas y otras (*vid.* su transcripción *infra*).

fine RD 291/1992, precepto que autoriza a la CNMV a denegar el registro de la documentación correspondiente a una emisión de valores cuando los acuerdos de emisión puedan implicar discriminaciones entre los inversores; parece, pues, que las desigualdades lícitas dentro de la homogeneidad sustancial que debe existir entre los valores de una misma emisión (cfr. artículo 4º.2 RD 291/1992), no deben derivar en discriminaciones entre sus respectivos titulares. Un supuesto de discriminación pienso que podría ser el que sólo una parte de los inversores en valores de la misma emisión hubiere gozado del régimen especial de protección derivado del RD 291/1992. Por consiguiente, parece que el emisor tiene la carga de observar el cumplimiento del RD 291/1992 si, no teniendo simultáneamente valores de igual naturaleza a los nuevamente ofertados admitidos a negociación en un mercado secundario, proyecta ofrecer u ofrece a los suscriptores solicitar la admisión de los valores a negociación en un mercado secundario como nueva ventaja adicional no incluida, por tanto, en los tramos anteriores. Ello también porque, además, el RD 291/1992 tiene como objeto las *emisiones y ofertas públicas de venta* de valores y no sólo concretas partes o tramos de tales emisiones y ofertas públicas de venta (cfr., en este sentido, los artículos 1º.1 y 3º.1 RD 291/1992). Esto no ha de entenderse en el sentido de que quedan cerradas al emisor las posibilidades de solicitar la admisión a negociación en un mercado de los nuevos valores a emitir. Si no estaba previsto en principio solicitar la admisión a cotización de los valores —ni tampoco existían valores de la misma naturaleza admitidos con anterioridad— y se decide realizar dicha solicitud cuando ya han sido colocados los primeros tramos de la emisión, parece que lo más coherente será cerrar la emisión en curso, si ello resulta posible de acuerdo con las condiciones de emisión y el parecer de las autoridades en la materia, y organizar una nueva, quizá con iguales condiciones, pero que respete los requisitos del RD 291/1992.

1.2. *...y de igual naturaleza que los agrupados en la nueva —o, incluso, en la misma— emisión cuya oferta se proyecta realizar...*

Pero la cuestión capital de este primer elemento cualificador de la «oferta pública de suscripción» de valores reside en la comprensión que haya de hacerse de la expresión «valores *de la misma naturaleza*» que los nuevamente emitidos. Entiendo que la interpretación ha de ser abordada con criterios amplios. En principio, no existir problema en relación con las acciones o con las cuotas participativas de cajas de ahorro como valores *típicos* de captación de medios financieros con carácter de recursos propios. Se trata, en efecto, de valores dotados de suficientes elementos caracterizadores de su naturaleza jurídica de forma que la interpretación de la norma respecto de ellos no debe plantear problemas. En relación con las acciones creo que no ha de darse relevancia al respecto a la creación de diversas clases entre ellas.

En cambio, el entendimiento de la expresión *misma naturaleza* puede resultar problemático en relación con las obligaciones y los valores a ellas asimilables dada la diversidad, a veces muy irrelevante desde un punto de vista sustancial, que existe en la *praxis* respecto de esta categoría de valores cuyo común denominador es servir para la captación de recursos ajenos. Creo, por ello, que habrá que atender prioritariamente

a las características sustanciales de los valores enfrentados otorgando absoluta irrelevancia a criterios accidentales, así como a diversidad de las condiciones de suscripción, garantías, colocación, importe unitario, fórmulas de determinación de los rendimientos e, incluso, a su denominación, en los casos en que la misma no responda a diferencias realmente sustanciales. Entiendo, pues, que un «pagaré de empresa» debe tener a estos efectos la misma naturaleza que un simple «bono» o que una «obligación». Se trata en todo caso de valores para captación de recursos ajenos aun cuando el RD 291/1992 parezca dotarles de alguna inconcreta diferencia (cfr. artículo 2º.1 letras «b») y «c»)). De otro modo sería fácil para los emisores esquivar el cumplimiento de los requisitos *ex* artículo 5º RD 291/1992 recurriendo a la táctica de diferenciar valores de la *misma naturaleza* mediante el uso de denominaciones distintas carentes de contenido jurídico. Téngase en cuenta que la propia exposición de motivos LMV (número 2) es contraria a esta posible tendencia.

Las mismas conclusiones deben aplicarse a los valores cuyo contenido obligacional consista en derechos de suscripción preferente de otros valores negociables, los conocidos como «warrants» (financieros) en el seno de nuestros mercados de valores. Aunque la cuestión no es en absoluto fácil de solucionar con criterios generales, parece que la *naturaleza* de tales «warrants» a estos efectos deber ser decidida teniendo en cuenta la naturaleza de los valores a cuya suscripción o adquisición otorgan opción. De este modo, podrán dividirse a estos efectos en warrants de opción sobre valores para captación de recursos propios según sus regímenes típicos (acciones, cuotas participativas de cajas de ahorro o en ellos convertibles), y en warrants de opción sobre valores para captación de recursos ajenos (obligaciones y valores a ellas asimilables). Sin embargo, nada se opondría al tratamiento de los «warrants» a estos efectos como una sola categoría ya que todos ellos contienen un derecho de la misma «naturaleza»: el de optar con preferencia a la suscripción o adquisición de otros valores. Una categoría especial dentro de estos valores anárquicos podría ser admitida respecto de los warrants que incorporan derechos de venta sobre valores subyacentes (23).

En conclusión, pues, en materia de interpretación del significado de la expresión «valores de la *misma naturaleza*» creo que podrá atenderse prioritariamente a la categoría en que pueden ser incluidos los valores cuya suscripción o venta se oferta de acuerdo con sus notas sustanciales desde un punto de vista financiero. Desde tal perspectiva, parece que dichas categorías podrían ser estas: *a*) los valores de capital o para captación de recursos propios según su naturaleza típica, esto es, acciones y cuotas participativas de cajas de ahorros; *b*) los valores para captación de recursos ajenos (obligaciones y valores a ellas asimilables); *c*) en relación con las dos anteriores categorías, la categoría representada por los valores que otorguen derecho a la suscripción o adquisición de acciones, cuotas participativas u otros posibles valores para captación de recursos propios, por un lado, o de obligaciones y demás valores a ellas asimilables, por otro, sin perjuicio de que esta última categoría pudiere ser englobada den-

(23) Sobre los «warrants» *vid.* J. E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del mercado de valores*, tomo I, Madrid, 1992, págs. 327 ss. y, del mismo autor, «Régimen jurídico de los warrants —valores mobiliarios—», R.D.B.B., nº 46/1992, págs. 373 ss.; J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, «Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los warrants y de las opciones sobre valores negociables», *La Ley*, 1990, vol. 2º, págs. 1.207 ss.; E. RODRÍGUEZ-ROVIRA, «Los warrants: especial referencia a su emisión», R.D.M., 1991, págs. 841 ss.

tro de la que corresponda entre las dos primeras; *d*) tendríamos, por último, los warrants financieros aleatorios o que incorporan derechos de venta sobre valores subyacentes.

1.3. ...y que están admitidos a negociación en algún mercado secundario organizado

El tercer requisito de esta primera presunción configuradora como «pública» de las ofertas de suscripción y venta de valores consiste en que esos valores *de la misma naturaleza* a los ahora ofertados por el mismo emisor se hallen no sólo «vivos», sino, además, *estén admitidos a negociación en algún mercado secundario organizado, sea éste oficial o no oficial*. Este requisito no se da, pues, si los valores, aunque «vivos», no son ya negociables en el seno de un mercado secundario organizado, aunque lo hubieran sido en su día. Por otra parte, ha de ser irrelevante el hecho de que los valores anteriores, siendo de la misma naturaleza, se hallen admitidos a negociación en mercados secundarios distintos, sean o no oficiales, pues la norma no hace distinción alguna al respecto.

Cabe observar, por último, que el RD 291/1992 no ha tenido en cuenta a estos efectos el juego de los grupos de sociedades. Solamente se hace referencia a los valores anteriores emitidos por el «mismo emisor» sin que, por tanto, resulte relevante la circunstancia de que valores emitidos anteriormente por sociedades dominantes o dominadas por él se hallen admitidos a negociación en un mercado secundario.

2. Desarrollo de actividades publicitarias para la colocación de los valores negociables ofertados

La expresión del epígrafe podría ser, en términos esenciales, la formulación de la segunda presunción legal configuradora del carácter «público» de una oferta de suscripción o de venta de valores. El precepto proclama como de «oferta pública» «aquellas (emisiones) en las que el emisor o poseedor de los valores, o quien actúe por cuenta de él, ofrezca los valores en territorio nacional desarrollando actividades publicitarias, sea a través de medios de información, difusión o comunicación normalmente destinados al público en general, sea a través de medios de comunicación restringida o individual». Interesa destacar los siguientes aspectos respecto de este segundo elemento cualificador de la oferta de suscripción o de venta de valores como «pública»:

2.1. Irrelevancia de la condición o la posición jurídica de los sujetos contratantes y/o ejecutores de la actividad publicitaria respecto del emisor de los valores o, en su caso, del oferente de su venta

Lo realmente relevante es el hecho *objetivo* de que se den en efecto actividades publicitarias (24). Carece de importancia, pues, el aspecto *subjetivo*, esto es, quien o

(24) Resulta obvia la exclusión del precepto de la publicidad prescrita por las leyes (Registro mercantil, anuncios obligatorios en el *BORM*, en el *BOE* o en diarios), vid. M. B. MERCADAL/M. JANIN, *Sociétés commerciales*, cit., nº 1106.

quienes hayan tomado la iniciativa del desarrollo de tal tipo de actividad o quienes hayan llevado a cabo su ejecución. Por ello, la norma describe de forma etérea al sujeto activo de la publicidad refiriéndose a sujetos como el emisor, el *poseedor* de los valores, o quien actúe por cuenta de él. La expresión «el *poseedor* de los valores, o quien actúe por cuenta de él», tiene la suficiente amplitud para englobar en el ámbito de la norma a cualquier sujeto relacionado con la oferta de suscripción o de venta de los valores. Incluye, por ejemplo, a representantes indirectos, gestores de negocios ajenos sin mandato, o a meros nuncios del emisor. La expresión tiene, por tanto, un contenido ms amplio que el relativo a las entidades directoras, colaboradoras y comercializadoras de valores según las caracterizan los artículos 18.3, 30 y 31 RD 291/1992 de modo que las engloba a todas. Así, por ejemplo, tendrían la condición de *poseedores* de los valores a estos efectos, esas entidades o personas que, sin tener la condición de colocadoras o comercializadoras, «realicen únicamente actividades de custodia de valores, mantenimiento de registros contables u otras análogas», a las que alude el artículo 30.2 RD 291/1992.

2.2. Irrelevancia del medio o los medios publicitarios empleados

En segundo lugar, resulta *irrelevante* el medio publicitario empleado para el despliegue de los efectos de esta segunda presunción. Lo que importa es el hecho objetivo de que haya habido *alguna forma de comunicación con el fin de promover de forma directa o indirecta la suscripción o la compra de los valores negociables ofertados* (cfr. artículo 2º de la Ley 34/1988, General de Publicidad). Ello es así hasta el punto de que se considera la existencia de tal actividad incluso si se realiza a través de medios de comunicación restringida o *individual*.

Puede resultar problemático el entendimiento del sentido de esta comunicación *restringida o individual* como actividad constitutiva del elemento «actividad publicitaria» a efectos de la calificación como «pública» de la oferta de suscripción o de venta de valores. La norma parece querer englobar en su ámbito de aplicación cualquier fórmula de promoción de la inversión en valores negociables por mínima que sea su difusión o máximo el sigilo con el que se desarrolle. Así, tal comunicación *restringida o individual* se dará si la suscripción o la compra de los valores se oferta, por ejemplo, a través del envío de correspondencia en serie («mailings») o individual, de la realización de llamadas telefónicas ofreciendo la inversión (25), o, asimismo, mediante la técnica de promoción «puerta a puerta» o mediante visitas a domicilio de agentes (entendido este término en sentido amplio) que promocionen, informen, aconsejen o preparen la suscripción o adquisición de los valores directamente ante los inversores,

(25) Es la técnica conocida como *démarchage* en el Derecho francés. En la praxis francesa se considera la existencia de actividad publicitaria en la difusión de hojas publicitarias, adhesivos, anuncios en diarios o revistas de carácter económico, en revistas de antiguos alumnos de grandes colegios, en revistas de asociaciones de carácter diverso (de colegios profesionales, de mutualidades, etc.), vid. TH GRANIER, La notion, cit., pág. 693; no resulta, en cambio, publicidad restringida, el envío por el emisor de circulares ofertando la suscripción de valores si sus destinatarios se hallan ligados a él por relaciones meramente personales y no por relaciones comerciales, vid. M. B. MERCADAL/M. JANIN, *Sociétés commerciales*, cit., nº 1106.

pero sin que tales mediadores lleguen a tener la capacidad de contratar efectivamente con ellos (cfr. artículo 77 LMV) (26). Téngase en cuenta que si así fuera, esto es, si tales sujetos tuvieran facultades para contratar en firme la suscripción o la compra de los valores por parte de los inversores, el supuesto quedaría entonces dentro de la letra «c)» del artículo 3º.1 RD 291/1992, de modo que ello calificaría también como «pública» a la oferta de suscripción o de venta pero en virtud de otra presunción. Ello, por otra parte, como veremos *supra*, requeriría en estos sujetos la habilitación legal para el desarrollo de tales actividades de acuerdo con los artículos 71 y 76 LMV, preceptos que, además, les exigen, de forma implícita, el cumplimiento de un estatuto jurídico especial.

2.3. Posibilidad de suscripción o adquisición directa en España de los valores objeto de la actividad publicitaria

En tercer lugar, la presunción «actividad publicitaria» en cuanto configuradora como «pública» de una oferta de suscripción o de venta de valores, requiere para su efectividad en tal sentido que la suscripción o adquisición de los valores objeto de la actividad publicitaria pueda ser realizada en *territorio nacional* en sentido directo. En tal sentido, el artículo 3º.1 RD 291/1992 alude en su primer inciso a «emisiones y ofertas públicas de venta de valores realizadas en el territorio nacional». Esto es, el territorio nacional ha de estar comprendido dentro del ámbito territorial —del mercado, si se quiere— al que se dirige la oferta de suscripción o de venta (cfr. artículo 3º.2 RD 291/1992). En otros términos, España ha de hallarse comprendida dentro del espacio físico del mercado de capitales al que se solicitan los medios financieros mediante oferta de suscripción o de compra de valores.

En consecuencia, no tendrán el tratamiento de valores de oferta *pública* en virtud de esta segunda presunción aquéllos respecto de los cuales, aunque se puedan dar actividades publicitarias relativas a ellos en territorio nacional, éstas tienen lugar con carácter meramente accidental (por ejemplo, a través de diarios extranjeros, o por captación de emisoras de radio o televisión extranjeras en territorio nacional), pero sin que sea posible su suscripción o adquisición directa en España debido a que la oferta

(26) Sobre el estado de la regulación de los contratos de colocación «a domicilio» de valores mobiliarios en el sistema italiano, *vid.* B. INZITARI, «La formazione del contratto nella vendita porta a porta dei valori mobiliari», *Contratto e impresa*, nº 1/1992, págs. 75 ss.; F. CAPRIGLIONE, «“Porta a porta” delle banche e attività d’intermediazione mobiliare», en M. BESSONE/F. D. BUSNELLI, *La vendita «porta a porta» di valori mobiliari*, Milán, 1992, págs. 99 ss.

Para el sistema francés, el aludido *démarchage*, *vid.* M. B. MERCADAL/M. JANIN, *Sociétés commerciales*, cit., nº 2.538; en concreto, la ley francesa de 3 de enero de 1972 (artículo 5º) prohíbe la colocación de valores mediante *démarchage* en los casos siguientes: a) cuando participen agrupaciones cuyo objeto sea inverteor en operaciones fundadas en las diferencias de los valores de cotización de los valores negociables; b) en las operaciones a plazo; c) en operaciones sobre valores negociables extranjeros o participaciones en fondos de inversión cuya emisión o venta en Francia requiera autorización previa y esa no haya sido concedida; d) cuando se trate de valores emitidos por sociedades francesas que no hayan presentado al menos dos balances en dos años al menos de existencia; e) cuando se trate de valores ya emitidos pero no admitidos a cotización oficial en Bolsa de valores.

no va destinada directamente al mercado de capitales español. Más en concreto, puede afirmarse que las ofertas de suscripción y venta de valores no tendrán el tratamiento de *ofertas públicas* en función de este tercer requisito cuando se trate de valores en moneda extranjera cuya suscripción o compra deba efectuarse fuera de España mediante emisión de «órdenes de suscripción o de compra a entidades especializadas. Ello sobre la base de que el artículo 3º.1.c), *in fine* RD 291/1992 sienta como una de sus bases esenciales la aplicación del RD 291/1992 a toda emisión de valores *en pesetas* aunque los mismos sean emitidos en el extranjero por no residentes (*vid. supra*), de modo que no lo serán los valores emitidos en el extranjero y en moneda extranjera, sin perjuicio de que puedan ser adquiridos por españoles de acuerdo con el régimen de protección del país de su emisión y según las normas sobre circulación de capitales aplicables al supuesto.

En conexión con este requisito, téngase presente que si se trata de emisiones de valores en pesetas realizadas por no residentes sin realización de actividad publicitaria alguna en territorio español, el Ministerio de Economía y Hacienda tiene reservada la facultad de determinar o no la sujeción de tales emisiones al RD 291/1992, atendiendo en especial al mercado a que tales emisiones se dirijan (artículo 3º.3). Ello es lógico y acertado ya que emisiones con tales características podrían utilizarse para eludir el cumplimiento del régimen de las ofertas públicas de valores.

Téngase en cuenta, por otra parte, que las emisiones realizadas en España por no residentes deben sujetarse a las prescripciones especiales del artículo 24 RD 291/1992 (27).

3. Intervención de entidades especializadas y legalmente habilitadas en el proceso de colocación

3.1. Sobre las actividades de comercialización y aseguramiento de emisiones de valores

Según el artículo 3º.1.c), se presumen también emisiones u ofertas de venta «públicas» «aquéllas en que los valores sean objeto de difusión, promoción o comercialización en territorio nacional a través de cualquier persona o entidad dedicada a esta actividad, que debe ser en todo caso alguna de las personas o entidades autorizadas a desarrollar habitualmente actividades relacionadas con el mercado de valores, de acuerdo con los artículos 71 y 76 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas o entidades realizan comercialización de valores, y no mera recepción de «órdenes de compra de los inversores, cuando intervengan de cualquier modo en emisiones de valores en pesetas».

El propio RD 291/1992 (artículo 30.1) se ocupa de darnos a entender el significado de la actividad consistente en la *comercialización* de valores. Si es entidad coloca-

(27) *Vid.* J. FERNÁNDEZ-ARMESTO/L. DE CARLOS BERTRAN, *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992, págs. 496-498.

dora o comercializadora «toda la que medie, por cuenta del emisor u oferente, en la distribución al público de los valores objeto de la emisión u oferta, asuma o no compromiso de aseguramiento o adquisición de la totalidad o parte de los valores», *comercialización* de valores será la actividad dirigida a promover la suscripción o la compra de valores entre el público inversor llevada a cabo por parte de una o varias entidades legalmente habilitadas para cumplir dicha función (artículos 71 y 76 LMV). En palabras de la LMV, *comercializar* valores es la actividad consiste en «mediar, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de emisiones de valores» [artículo 71.c) LMV].

El *aseguramiento*, por otra parte, es un grado cualificado de comercialización. Implica la suscripción o adquisición en firme de los valores por parte del «asegurador», quien realiza tales actos no como inversor final, sino como trámite previo a la definitiva colocación de los valores entre los inversores finales [cfr. artículo 71.d) LMV], quizá a través del mercado secundario, aprovechando así posibles mejoras en los valores de cotización respecto al precio pagado al emisor o al vendedor o bien a través de su infraestructura empresarial (28). El artículo 18.4 RD 291/1992 exige la constancia en el folleto de emisión, en el caso de que existan, de las entidades aseguradoras de la colocación así como «las características de la relación o contratos de aseguramiento y, en especial, las garantías exigidas al emisor, los tipos de riesgo asumidos y el tipo de contraprestación a que se obligue el asegurador en caso de incumplimiento, así como aquellos otros elementos relevantes para que el inversor pueda formar juicio sobre la emisión».

Nótese, por otra parte, que el RD 291/1992 realiza una cierta clarificación entre las funciones de las entidades comercializadoras y las entidades *directoras*. Estas últimas, sin perjuicio de la asunción de otras obligaciones como comercializadoras, deben realizar ciertas funciones, no exentas de importancia, en favor de los inversores. En concreto, el artículo 18.3 RD 291/1992 les regula un estatuto mínimo al imponerles la obligación de realizar en el folleto de la emisión en la que intervienen como directoras las siguientes manifestaciones: *a)* que ha llevado a cabo las comprobaciones necesarias para contrastar la calidad y suficiencia de la información contenida en el folleto; *b)* que, como consecuencia de esas comprobaciones, no se advierten circunstancias que contradigan o alteren la información recogida en el folleto, ni éste omite hechos o datos significativos que puedan resultar relevantes para el inversor.

La entidad directora resulta, pues, una especie de *auditor*, en sentido amplio, de la información procurada por el emisor a los inversores la cual, a diferencia de la activi-

(28) Sobre tal contrato vid. J. GARRIGUES, *Contratos bancarios*, 2ª ed. (revisada, corregida y puesta al día por S. MOLL), Madrid, 1975, págs. 668 ss., quien lo configura como un contrato de comisión con pacto accesorio de garantía.

dad al respecto de la CNMV (cfr. artículo 19 RD 291/1992), puede asumir responsabilidad extracontractual ante éstos si se dan los presupuestos necesarios.

De esta tercera presunción cualificadora de la oferta de suscripción o de venta como «pública», interesa destacar los siguientes aspectos:

3.2. *Suficiencia de la intervención aséptica de tales entidades a los efectos de configuración como «pública» de la oferta de suscripción o de venta de valores*

Carece de relevancia el hecho de que las entidades especializadas intervinientes en la colocación de los valores realicen o no, al tiempo, actividades publicitarias relativas a la emisión. Su mera intervención profesional y aséptica como colocadora de los valores es suficiente para calificar la oferta como «pública» y, por tanto, determinar la aplicación del RD 291/1992.

3.3. *Relatividad del tratamiento como «iuris tantum» de esta presunción*

Esta tercera presunción cualificadora como «pública» de la oferta de suscripción o venta de valores tiene el carácter de *iuris tantum*, si bien bastante relativo como veremos, contrariamente a lo que sucedía con los dos anteriores elementos cuyo carácter es el de presunciones *iuris et de iure*. Por consiguiente, es posible excluir el efecto primordial de la misma —la calificación como «pública» de la oferta de suscripción o venta con la consiguiente inaplicación del RD 291/1992— si el emisor u oferente de la venta prueban que las entidades especializadas y legalmente habilitadas efectivamente intervinientes en la suscripción o venta de los valores no lo hacen en concepto de *comercializadoras*, *aseguradoras* o, en suma, *colocadoras* de los valores en cuestión, sino como meras receptoras y, en su caso, ejecutoras, de «órdenes de compra provenientes de los inversores. Es decir, que su intervención se ha debido al desarrollo de la actividad prevista en la letra «a)» del artículo 71 LMV y no a alguna de las previstas en las letras «c)» y «d)» de ese precepto. En suma, que tal intervención se ha producido a requerimiento y en interés exclusivo de los inversores y no a requerimiento de emisor e inversores y en interés recíproco de ambos. No debe, pues, mediar relación jurídica alguna entre emisor y entidades intervinientes en la suscripción o adquisición de los valores en lo referente a la colocación de los mismos en el mercado (29).

Las anteriores consideraciones ponen de manifiesto que la faceta *iuris tantum* de esta presunción debe recibir un tratamiento *relativo*. La única vía de exclusión de sus

(29) Ha de tenerse en cuenta si la propia entidad emisora es una de las habilitadas para la realización de este tipo de actividades y lo realiza en interés propio para colocar sus propias emisiones de valores, ello no significa necesariamente que la emisión en cuestión haya de ser calificada como de oferta «pública». En tal sentido hay que tener en cuenta que las letras «b)», «c)» y «h)» del artículo 6º RD 291/1992 exceptúan de la aplicación de los requisitos del artículo 5º.2 RD 291/1992 a determinadas emisiones de valores susceptibles de ser realizadas por tales entidades. Vid. al respecto, F. J. ALONSO ESPINOSA, Las excepciones al ámbito de aplicación del R.D. 291/1992, cit., págs.3 ss.

efectos ha de consistir en la prueba de que la intervención de la entidad intermediaria en el proceso de colocación tiene lugar por orden y en interés *exclusivo* de los suscriptores o adquirentes de los valores. Por ello, en los casos en que la entidad actúe de forma ambivalente, esto es, recibiendo y ejecutando «órdenes de compra espontáneas de los suscriptores y, al tiempo, desarrolle actividades de colocación de valores en interés del emisor, su intervención tendrá el efecto de cualificar la oferta de suscripción como «pública» y acarrear la aplicación a la misma del RD 291/1992. En igual sentido, puede mantenerse que si la intervención de la entidad intermediaria en interés del emisor no aflora directamente —ésta aparece externamente como simple receptora de «órdenes de suscripción o de compra por parte de los inversores—, podrá ser considerada la existencia de relaciones de hecho entre ella y el emisor de las cuales pueda presumirse que la primera actúa como colocadora de la emisión de valores de la segunda. Así, por ejemplo, si se trata de entidades pertenecientes al mismo grupo de sociedades, si tienen consejeros comunes, si ya actuó como interviniente en la colocación de emisiones anteriores, etc.

3.4. *Tratamiento especial de esta presunción ante emisiones u ofertas de venta de valores en moneda extranjera cuya suscripción o compra sólo pueda realizarse fuera de España*

El RD 291/1992 establece de modo específico la efectividad de esta presunción respecto de las emisiones de valores *en pesetas* [artículo 3º.1.c) *in fine*]. Quiere esto decir, *a contrario*, que ante emisiones u ofertas de venta de valores en moneda extranjera cuya suscripción o compra sólo pueda hacerse fuera de España (cfr. artículo 3º.1 primer inciso) queda excluida la aludida relatividad del carácter *iuris tantum* de la presunción e invertido el sentido que se le da cuando se trata de valores cuya suscripción o adquisición directa es posible hacer en España. Así, ante valores en moneda extranjera emitidos fuera de España, habrá que presumir, *iuris tantum*, que la entidad interviniente actúa como mera receptora de «órdenes de compra y no, por tanto, como colocadora de los valores. De este modo, ante valores en moneda extranjera emitidos fuera de España, la verificación de este elemento —la intervención en la colocación de entidades especializadas y habilitadas según los artículos 71 y 76 LMV— no es constitutiva de presunción de que la emisión o la venta es «pública» y, por tanto, incluíble en el ámbito de aplicación del RD 291/1992, salvo prueba en contrario.

3.5. *Necesidad de habilitación legal de las entidades intervinientes en el proceso de colocación*

Esta última presunción lleva implícita la exigencia de que las entidades especializadas intervinientes en la colocación de valores se hallen legalmente habilitadas en virtud de los artículos 71 y 76 LMV. Por tanto, no podrán actuar en tal concepto sujetos o entidades distintas a aquéllas que, con carácter cerrado, pueden ser legalmente habilitadas de acuerdo con los mencionados preceptos de la LMV.

En concreto, las entidades intervinientes en la colocación de los valores han de hallarse habilitadas para desarrollar las actividades previstas en las letras «c)» y «d)» del artículo 71 LMV. Esto es, respectivamente, las actividades consistentes en *mediar por cuenta directa o indirecta del emisor en la colocación de emisiones de valores*, y en *asegurar la suscripción de emisiones de valores*. Los artículos 71 y 76 LMV establecen un sistema de *numerus clausus* de entidades habilitadas para la realización de tales actividades, al tiempo que establecen diferentes grados de habilitación.

Así, gozan de habilitación *plena* a tales efectos —esto es, pueden tanto *asegurar* como *comercializar* la colocación de emisiones de valores— las siguientes entidades: *a)* sociedades de valores (artículo 71 LMV), *b)* entidades oficiales de crédito, *c)* bancos y cajas de ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal [artículo 76.a) LMV] (30). Otras entidades quedan habilitadas pero de acuerdo con un sistema restringido en relación con el tipo de actividad que pueden realizar. Así, *a)* las agencias de valores y *b)* las cooperativas de crédito no pueden asegurar la suscripción de emisiones de valores sino sólo mediar en su colocación por cuenta propia o ajena (artículos 71, párrafo 2º y 76.b) LMV, respectivamente); las sociedades mediadoras del mercado de dinero sólo se hallan habilitadas para mediar en la colocación de deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta [artículo 76.c) LMV].

(30) Respecto a la capacidad de las entidades de crédito para el desarrollo de actividades parabancarias vid. A. TAPIA HERMIDA, «Aspectos generales de las actividades parabancarias en el Derecho español», R.D.B.B., 1992, págs. 640-644.23w.