

OBSERVACIONES DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES SOBRE EL PROYECTO DE REAL DECRETO POR EL QUE SE MODIFICA EL REAL DECRETO 1066/2007, DE 27 DE JULIO, SOBRE EL RÉGIMEN DE OPAS, PARA EXTENDER SU APLICACIÓN A LOS SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN

AUDIENCIA PÚBLICA

I. ALCANCE Y VALORACIÓN

Las presentes observaciones se presentan en el trámite de audiencia pública abierta por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa el 8 de enero de 2025.

El Comité Consultivo de la CNMV agradece la oportunidad que se le ofrece de realizar observaciones y propuestas relativas al Proyecto de modificación del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores para extender su aplicación a los sistemas multilaterales de negociación, (en adelante, el “Proyecto”) de acuerdo con lo previsto en la Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, recogiendo determinadas especificidades en atención a las características de las empresas que cotizan en sistemas multilaterales de negociación (SMN).

La propuesta merece una valoración general favorable ya que busca adecuar las previsiones generales a las características de las empresas que cotizan en los SMN manteniendo la protección al inversor que persigue la normativa de OPAS.

Se realizan a continuación observaciones concretas en temas puntuales en los que se han identificado aspectos que pueden facilitar el desarrollo de los objetivos del Proyecto.

II. OBSERVACIONES

El Proyecto incorpora al Real Decreto 1066/2007, un nuevo capítulo aplicable a las empresas que cotizan en SMN. Todos los requisitos son nuevos para las empresas que cotizan en un SMN aunque se modulen respecto de los aplicables a los emisores que cotizan en un mercado regulado.

Se prevé que el régimen general será aplicable por defecto en lo no regulado en ese nuevo capítulo.

1. **Ámbito de aplicación (artículo 51 del Proyecto)**

Se valora positivamente la exclusión que se realiza en el artículo 51 .1 del Proyecto de la aplicación del Capítulo XII “Régimen de las ofertas públicas de adquisición en sistemas multilaterales de negociación (SMN)” a las sociedades de inversión de capital variable.

Sería conveniente aclarar que esta exclusión se entiende referida también a las sociedades de inversión libre del art. 73 del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (RIIC), dado que se trata de sociedades de inversión que se regulan en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva y están admitidas a negociación en un sistema multilateral de negociación (BME MTF Equity).

Se trata por tanto de sociedades de inversión a las que aplica la misma justificación para su exclusión que a las sociedades de inversión de capital variable e incluso se podría considerar que ya están incluidas en el concepto genérico de sociedad de inversión de capital variable, pero que para mayor claridad resulta aconsejable incluir una mención expresa a las mismas en el artículo 51 del Proyecto.

Se propone la siguiente redacción para el apartado 1 del artículo 51:

“1. Quedará sujeta a lo dispuesto en este capítulo toda persona física o jurídica que formule una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un SMN español, que no se encuentren admitidas a negociación en un mercado regulado español y que tenga su domicilio social en España. Cuando la sociedad no tenga su domicilio social en España, se estará a lo dispuesto en los apartados 2 y 3.

*Este capítulo no se aplicará a las ofertas públicas de adquisición de acciones de sociedades de inversión de capital variable **incluidas las acciones de las sociedades de inversión libre (SIL).**”*

2. **Determinación del control en los supuestos excluidos de oferta obligatoria (art. 52 del Proyecto)**

El artículo 52 determina los requisitos de adquisición del control en las sociedades incorporadas a negociación en un SMN como una excepción al régimen general de oferta obligatoria previsto para las sociedad cotizadas en un mercado regulado. Así, recoge supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcance el control, siendo el primero de ellos que el porcentaje de derechos de voto sea igual o superior al 30% pero inferior al 50% y el segundo que habiendo alcanzado un porcentaje de derechos

de voto inferior al 50% se designe un número de consejeros que, unidos a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad.

La fijación de los citados umbrales en el Proyecto merece una valoración positiva en la medida que es resultado de la toma en consideración, como menciona la propia Exposición de Motivos del Proyecto, de (...) *la mayor concentración del capital de las sociedades cotizadas en SMN frente al mercado regulado.*

Las sociedades que se incorporan a la negociación en un SMN tienen un capital flotante reducido, en comparación con las sociedades admitidas a negociación en un mercado regulado, al mismo tiempo que un número de accionistas más limitado. Ambas circunstancias suponen que la adquisición de porcentajes bajos de capital, de manera directa o indirecta, no siempre supone adquirir el control efectivo. Así se requieren porcentajes más altos para que pueda señalarse que se ha adquirido realmente el control de la sociedad.

Sin embargo, y a pesar de esas circunstancias no se modifica expresamente la definición del concepto de “participación de control” existente en el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, ni de los términos “control” o “toma de control” que aparecen a lo largo del Real Decreto 1066/2007 para las sociedades comprendidas en el ámbito de este nuevo capítulo del citado Real Decreto.

Esa circunstancia hace que pueda no resultar claro que esas referencias a “control”, “tomas de control” y “participación de control” que se realizan a lo largo del nuevo capítulo deben entenderse realizadas no a los parámetros generales del artículo 4 del Real Decreto 1066/2007 sino, por el contrario, a alguno de los supuestos recogidos en los apartados a) y b) del propuesto artículo 52.

Destacar, a título de ejemplo, las referencias a “control” en los apartados c) y d) del artículo 52.1. También la ampliación del plazo en los casos de tomas de control indirectas o sobrevenidas, en la propuesta de nuevo artículo 53. Esta ampliación del plazo de tres a doce meses, que es oportuna y bienvenida, debe entenderse referida a los supuestos de control que resultan del artículo 52 del Proyecto.

Se propone la siguiente redacción de los apartados c) y d) del artículo 52.2:

- c) Cuando ~~el control~~ se alcance, **directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50%** por la suscripción de acciones en una ampliación de capital en una sociedad admitida a negociación en un SMN con exclusión del derecho de suscripción preferente por estar dirigida a uno o varios inversores.

- d) Cuando ~~el control~~ se alcance, **directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50%** por la suscripción de acciones de una sociedad admitida a negociación en un SMN como consecuencia de la capitalización, conversión o canje de otros valores (obligaciones convertibles, warrants y otros) emitidos con exclusión del derecho de suscripción preferente por estar dirigida a uno o varios inversores.”

3. Informe de valoración (artículo 54 del Proyecto)

a) Supuestos en los que se propone un informe de valoración (artículo 54.1 del Proyecto)

El artículo 54.1 alude al informe de valoración al que se refiere el apartado 5 del artículo 10 del Real Decreto que, a su vez, se refiere en su apartado 6 al informe previsto en el artículo 34.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores que indicaba lo siguiente: *“Al tiempo de la convocatoria de los órganos sociales que deban aprobar la oferta, se pondrá a disposición de los titulares de los valores afectados un informe de los administradores en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido.”*

Continúa el artículo 54.1 del Proyecto indicando *“cuando se trate de ofertas públicas de adquisición y de exclusiones de negociación voluntarias...deberá ser elaborado por un experto independiente...”*

En primer lugar, destaca que al regular la necesidad de que se emita un informe de valoración se remita al informe previsto en el artículo 10.5, que se refiere solo a los casos de oferta de exclusión. El vigente Real Decreto 1066/2007, no prevé la realización de un informe de valoración con carácter general en el marco de las ofertas públicas de adquisición salvo en los casos previstos en el citado artículo 10, en el artículo 9 para la determinación del precio equitativo así como en el caso de ofrecer en canje valores no admitidos a negociación en un mercado regulado (artículo 14.2), mejora de la contraprestación modificando la naturaleza de la misma en el artículo 31.1, en el art. 42.1c) y el art. 42.6b) en el caso de ofertas competidoras.

En consecuencia, sería conveniente circunscribir el alcance del informe de valoración previsto en el apartado 1 del artículo 54, a los supuestos de exclusiones de negociación previstos en el artículo 10.5, así como en los casos en los que el artículo 9 se refiere a los reglas de valoración del artículo 10.5 para la determinación del precio equitativo.

En ese sentido, sería conveniente aclarar la norma del apartado 1 artículo 54 del Proyecto, para lo que se propone una redacción en el siguiente sentido:

*“El informe de valoración al que se refiere el apartado 5 del artículo 10, cuando se trate de ofertas públicas de adquisición **en los casos en los que lo prevé el artículo 9**, y de exclusiones de negociación voluntarias de valores emitidos por sociedades admitidas a negociación en SMN, (...)”*

En todo caso, se desaconseja ampliar los supuestos en los que debe aportarse el informe de valoración de experto indicado máxime considerando que actualmente el RD 1066/2007 no lo considera necesario más que en los supuestos de las ofertas obligatorias, por las que se adquiere el control, en determinados supuestos del artículo 9 y en las opas obligatorias de exclusión (art.10.5). Dicho requisito supondría un coste adicional para las sociedades incorporadas a negociación en un SMN que resulta contradictorio con lo previsto en la Exposición de Motivos del Proyecto en la que se señala que *“la especificaciones sobre el informe de valoración, junto a las previstas en materia de garantías, tienen como objetivo reducir los costes para el oferente en el caso de estas compañías de menor tamaño”*.

b) Registro especial de expertos en valoración de empresas (artículo 54.2 del Proyecto)

El apartado 2 del artículo 54 del Proyecto prevé que los operadores de mercado de los diferentes SMN deberán crear un registro específico de expertos independientes, en el que únicamente podrán inscribirse quienes acrediten la debida formación profesional, experiencia y cualificación en valoración de empresas y medios suficientes, de conformidad con los criterios que determine el operador de mercado en sus normas internas de funcionamiento, de manera que solo podrán elaborar los informes de valoración en relación con las OPAS a compañías que coticen en un SMN, los expertos que hayan sido debidamente inscritos y figuren en este registro especial.

En primer lugar, cabe destacar que la elaboración de criterios de formación profesional, experiencia y cualificación en valoración de estos expertos independientes en valoración de empresas, es una función ajena al ámbito de actividad de los operadores de mercado de los diferentes SMN y no prevista en la normativa europea.

Adicionalmente, restringir la elaboración de los informes de valoración de OPAS sobre compañías que coticen en un SMN, exclusivamente a los expertos independientes que hayan sido debidamente inscritos y figuren en este registro especial supone una limitación a la competencia en una actividad no regulada que no se justifica. Máxime cuando, en la actualidad, el Real Decreto 1066/2017 ya prevé la elaboración de informes por parte de expertos independientes sin exigir su inscripción en un registro ni condicionar quienes pueden ser elegidos.

En atención a ello, se propone bien eliminar esa previsión recogida en los apartados 1 y 2 del propuesto artículo 54 o, alternativamente, prever que esta valoración sea realizada por expertos que ya se encuentren inscritos en otros registros regulados, como el que actualmente existe en el ámbito del Registro Mercantil, para fines análogos evitando atribuir a los operadores de mercado funciones que no les son propias.

Además, el hecho de limitar las entidades o las personas que pueden elaborar los informes de valoración a los que figuren en un registro del mercado no supondría ninguna garantía adicional, más allá de la responsabilidad del experto, en términos de revisión y de supervisión del informe de valoración tal y como se expone a continuación.

c) Revisión y supervisión del informe de valoración (artículo 54.3 del Proyecto)

El apartado 3 del proyectado artículo 54, indica expresamente que la CNMV no intervendrá en la revisión y supervisión del informe de valoración aportado por el oferente.

Ese es el caso en otros países de nuestro entorno en donde la autoridad competente designada no revisa los informes de valoración. A fin de alinearnos con esa situación así como para evitar situaciones de divergencia entre inversores de valores cotizados en sistemas multilaterales de negociación frente al resto de inversores de valores cotizados en un mercado regulado, se sugiere que esa previsión sea aplicable en todos los casos.

En todo caso, de mantenerse la previsión de que el organismo rector del sistema multilateral de negociación mantenga un registro de expertos valoradores independientes, resultaría conveniente aclarar que tampoco el operador de mercado debe desarrollar esas funciones de revisión y supervisión de los informes de valoración.

A tal fin, se propone la siguiente redacción para el apartado 3 del artículo 54 del Proyecto:

*“Ni la CNMV **ni el operador de mercado del SMN** intervendrán en la revisión y supervisión del informe de valoración”.*