

Javier Carvajal, Teresa Méndez, Andrea Zubiaga y Carlos Rubio

Nueva Ley del Mercado de Valores: novedades en materia de Ofertas Públicas de Adquisición

La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (la “**LMV**”), constituye la nueva ley marco de los mercados de valores, en sustitución del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (el “**TRLMV**”), al que deroga, y que era sucesor a su vez de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Analizamos en esta nota jurídica las principales novedades en materia de ofertas públicas de adquisición (“**OPAs**”) incluidas en la LMV.

1. Dispensa de OPA

Se extiende la facultad de la CNMV de dispensar a una sociedad de la obligación de formular OPA de exclusión cuando sus acciones coticen en otro centro de negociación domiciliado en la Unión Europea.

Con carácter general, tras la adopción por parte de una sociedad cotizada de un acuerdo de exclusión de negociación de sus acciones, dicha sociedad estará obligada a formular una OPA de exclusión. La oferta deberá dirigirse a todos los valores afectados, y realizarse a un precio igual al mayor de entre: (a) el precio equitativo; y (b) el que resulte de la aplicación, de forma conjunta, de los métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el “**RD OPAs**”).

El TRLMV ya excepcionaba, con anterioridad a la reforma, el caso en que se hubiese formulado con carácter previo una OPA dirigida a la totalidad de los valores, con una contraprestación igual o superior a la exigida para las OPAs de exclusión, y habiendo alcanzado el oferente, a resultados de dicha OPA, al menos el 75% del capital con derecho a voto de la sociedad afectada.

Adicionalmente, el RD OPAs ya regula otros tres supuestos en los que no se exige la formulación de una OPA de exclusión, en concreto: (i) los supuestos en que se ejercite la compraventa forzosa de los valores (*squeeze-out*), de conformidad con su artículo 47; (ii) cuando se adopte un acuerdo unánime de exclusión de negociación por los titulares de los valores afectados, renunciando a la venta de sus valores en el régimen de la oferta pública; y (iii) supuestos de extinción de la sociedad afectada mediante una operación societaria, otorgando a los accionistas afectados acciones de otra sociedad cotizada.

Por otra parte, y sin perjuicio de las anteriores excepciones, se venía contemplando hasta ahora una potestad de dispensa por la CNMV de la referida obligación de formular una OPA de exclusión en caso de que se estableciese un procedimiento equivalente que asegurase los legítimos intereses de los titulares de acciones, obligaciones convertibles y de otros valores que confieran derecho a su suscripción. La reforma mantiene dicha dispensa y añade una nueva.

El nuevo texto legal, en el apartado cuarto del nuevo artículo 65 (“Exclusión de negociación voluntaria”), faculta a la CNMV a dispensar de la obligación de formular OPA de exclusión a la

sociedad que haya acordado excluir de negociación sus acciones de forma voluntaria siempre que, en ese momento, el valor cotice en otro centro de negociación domiciliado en la Unión Europea.

En este sentido, la modificación viene a ampliar la facultad de la CNMV que ya contemplaba el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores (el “**Real Decreto-ley 21/2017**”) en su artículo 22 (“Reglas comunes a la exclusión o suspensión por parte de los organismos rectores y la CNMV”) con respecto a la suspensión o exclusión de instrumentos financieros que se negocien en otros centros de negociación domiciliados en la Unión Europea, cuando dicha suspensión o exclusión hubiese sido originariamente adoptada por el correspondiente organismo rector del Estado miembro de origen, entre otros supuestos, por una oferta pública de adquisición, comunicándose el correspondiente acuerdo a la CNMV.

2. Actuación concertada

Se amplían los posibles supuestos de actuación concertada entre titulares de valores de sociedades cotizadas que originan la obligación de formular una OPA por determinar el alcance del control de una sociedad cotizada.

El nuevo artículo 108 (“Oferta pública de adquisición obligatoria”), tal y como hacía el texto derogado, establece la obligación de quien adquiera el control de una sociedad cotizada de formular una OPA por la totalidad de las acciones u otros valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a su suscripción o adquisición, dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo. A estos efectos, el texto previo a la reforma establecía que el control podría entenderse adquirido (i) mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto; (ii) mediante pactos parasociales; o (iii) como consecuencia de otros supuestos de naturaleza análoga determinados reglamentariamente.

Como novedad, el apartado b) del nuevo artículo 108 contempla ahora que el control podrá ser adquirido, no solo mediante la celebración de pactos parasociales, sino también con la conclusión de acuerdos o pactos “de otra naturaleza”.

Habrà que esperar tanto al desarrollo reglamentario de la norma como a la aplicación práctica que de la misma haga la CNMV para entender la forma de aplicación de este nuevo precepto. No obstante, a la luz de los últimos pronunciamientos en este sentido de la CNMV, parece que la reforma podría estar dirigida a limitar posibles supuestos de fraude de ley, incluyendo otras modalidades de adquisición de control mediante mecanismos distintos a los pactos parasociales formales que regula el artículo 530 de la Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“**LSC**”).

3. Ámbito de aplicación

Se extiende el ámbito de aplicación de la normativa en materia de OPAs a los sistemas multilaterales de negociación (“SMNs”). En línea con lo anterior, los SMNs también quedan sujetos a las normas relativas a la exclusión voluntaria de negociación de un instrumento financiero.

La Ley de los Mercados de Valores incluye una mención expresa a estos mercados en dos artículos distintos: (i) el apartado 6 del artículo 65 (“Exclusión de negociación voluntaria”), dentro del Capítulo I (“Centros de negociación”) del Título IV; y (ii) el apartado 1 del artículo 109 (“Ámbito de aplicación”), dentro del Capítulo V (“De las ofertas públicas de adquisición”) del Título IV.

En ambos casos se hace referencia a que la extensión del régimen a este tipo de sociedades se llevará a cabo “en los términos que se determinen reglamentariamente”. No obstante, la disposición transitoria tercera determina, únicamente respecto de la exclusión voluntaria de negociación, que dicho régimen no resultará aplicable a los SMNs hasta la entrada en vigor del correspondiente desarrollo reglamentario.

Al no haberse incluido ninguna regla equivalente sobre la entrada en vigor, respecto a los SMNs, del Capítulo V del Título IV, parece concluirse que (con la única excepción de las OPAs de exclusión) la normativa de OPAs comenzaría a resultar de aplicación a estas sociedades a los veinte días de la publicación en el BOE de la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

No obstante, habrá que esperar a ver qué interpretación hace la Comisión Nacional del Mercado de Valores finalmente de esta redacción que, siendo asimétrica en su literalidad sobre la entrada en vigor del artículo 65 y 109, no parecería razonable que condujera a la entrada en vigor en momentos distintos de dichos preceptos.

Hasta ahora, el régimen aplicable en relación con las tomas de control y exclusión voluntaria de emisores cotizados en SMNs venía establecido en la normativa del propio SMN. En el caso de las sociedades cotizadas en BME Growth (el principal SMN que opera en España), de conformidad con la remisión y el contenido de la Circular 1/2020 del mercado, este régimen se materializa en una disposición obligatoria en los estatutos sociales, que deben regular, a los efectos que aquí interesan: (i) la obligación del accionista que reciba una oferta de compra por una participación que permita al potencial adquirente alcanzar una participación por encima del 50% del capital de extender la oferta en los mismos términos al resto de accionistas (lo cual en la práctica ha venido a interpretarse más como un derecho de acompañamiento que como una obligación de lanzar una OPA); y (ii) la obligación de la sociedad, en caso de adoptar un acuerdo de exclusión de negociación que no alcance la unanimidad, de ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor de dicho acuerdo la adquisición de sus acciones a un precio justificado de acuerdo con los criterios previstos en la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores para los supuestos de exclusión de negociación (exceptuándose en caso de que la sociedad acuerde, con carácter simultáneo a su exclusión, la admisión a cotización de sus acciones en un mercado regulado español).

La reforma supone, entre otros aspectos, que las tomas de control y la exclusión voluntaria de negociación de las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en SMNs y cuyo domicilio social se encuentre en España pasarán a estar sujetas al régimen que venía aplicándose únicamente respecto de las sociedades cotizadas en las Bolsas de Valores Españolas. No obstante, al incluirse en la nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión una referencia tanto en el apartado 6 del artículo 65 (“Exclusión de negociación voluntaria”) como en el apartado 1 del artículo 109 (“Ámbito de aplicación”) a que dicha aplicación se hará “en los términos que se determinen reglamentariamente”, cabe la posibilidad de que el régimen que se aplique a las sociedades cotizadas en SMNs finalmente contemple especialidades con respecto a la regulación del actual RD OPAs.

4. Acontecimientos especiales

Se recogen expresamente las “pandemias declaradas” como uno de los posibles acontecimientos excepcionales que pueden dar lugar a la aplicación de las normas especiales sobre OPAs formuladas en circunstancias extraordinarias que afecten a los precios del mercado en general o a la cotización de la sociedad objetivo de la OPA en particular.

Concretamente, la nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión mantiene la antigua obligación del oferente de aportar un informe de experto independiente sobre los métodos y criterios de valoración aplicados en la determinación de la contraprestación de la OPA cuando, dentro de los dos años anteriores al anuncio de la OPA, concurren determinadas circunstancias excepcionales.

La nueva redacción del apartado tercero del artículo 117 (“Ofertas públicas de adquisición voluntarias”) eleva a la categoría de causa excepcional específica las pandemias declaradas, asumiendo e integrando la interpretación que la CNMV hizo en julio de 2021¹ del ahora derogado artículo 137.2 de la Ley de Mercado de Valores en relación con la pandemia de la COVID-19 y sus efectos sobre los mercados españoles. Dichas normas especiales serán de aplicación no solo en sede de OPAs voluntarias, sino también en sede de OPAs obligatorias cuando concurren las situaciones excepcionales referidas, de conformidad con el nuevo artículo 113 (“Otras disposiciones”).

5. Precio equitativo

Finalmente, en relación con el concepto de precio equitativo, se incluye en el texto legal la referencia, que ya contenía el artículo 9 del RD OPAs, a que se entenderá por tal el precio más elevado que el obligado a formular la OPA (o las personas que actúen en concierto con él) hubiese acordado pagar por los mismos valores durante los doce (12) meses anteriores a la oferta (con anterioridad a la reforma la Ley del Mercado de Valores únicamente se refería al precio pagado).

1. “Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs)”

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

CONTACTOS



Javier Carvajal
Socio

jcarvajal@perezllorca.com
T: +34 91 423 70 19



Teresa Méndez
Socia

tmendez@perezllorca.com
T: +34 91 423 70 38

www.perezllorca.com | Madrid | Barcelona | London | New York | Brussels | Singapore

La información contenida en esta Nota Jurídica es de carácter general y no constituye asesoramiento jurídico.

Este documento ha sido elaborado el 20 de marzo de 2023 y Pérez-Llorca no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

YA DISPONIBLE | Nueva App Pérez-Llorca

