

Libertad de *listing*, pero no siempre de *delisting*, en un sistema multilateral de negociación (SMN)

Reyes Palá Laguna

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

La libertad de acceso a la negociación en un sistema multilateral y la exclusión de negociación cuando la sociedad únicamente cotiza en un mercado extranjero: la problemática confluencia del derecho societario y del mercado de valores.

En la Unión Europea existen 229 sistemas multilaterales de negociación, a los que hay que sumar 136 mercados regulados y 85 sistemas organizados de contratación en los que se negocian aproximadamente 72 millones de instrumentos financieros.

En ocasiones, una sociedad decide excluir sus acciones de la negociación en un sistema multilateral de negociación por ser pocas las acciones que permanecen en manos de pequeños inversores; la sociedad cuenta con un reducido capital flotante (*free float*), por ejemplo, menos del 10 % del capital social, circunstancia que influye de forma determinante en solicitar al organismo rector del sistema multilateral la exclusión de la negociación las acciones. Los costes (de transparencia, económicos) pueden no compensar las ventajas de cotizar en un sistema multilateral de negociación. La estructura accionarial de la sociedad cuenta con un núcleo duro que incluye normalmente a un accionista mayoritario o a varios vinculados a éste por pactos parasociales, de manera que son pocas las acciones que están en condiciones de negociarse realmente en el mercado en cuestión.

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

El supuesto que consideramos es el de la solicitud de exclusión voluntaria (*regular delisting*) de la negociación, normalmente por la sociedad emisora. Con ello dejamos al margen los casos de exclusión relacionados con situaciones que representan un perjuicio grave para los intereses de los inversores y el funcionamiento ordenado del mercado, exclusión acordada en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por ejemplo, porque se haya abierto la fase de liquidación concursal o societaria en la sociedad emisora, o porque la sociedad no cumple con las normas aplicables en ese concreto sistema multilateral de negociación (arts. 20 a 22 del Real Decreto Ley 21/2017, al primero de los cuales remite el artículo 38 de la misma norma). A diferencia del régimen previsto para los mercados regulados, la exclusión voluntaria de la negociación en un sistema multilateral de negociación no está sometida a la obligación legal de formular una oferta pública de adquisición. En la práctica de los mercados regulados, los emisores con escaso capital flotante se acogen a las excepciones previstas en el artículo 11e del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, para evitar su formulación, en concreto, al supuesto de que la junta general de la sociedad emisora de los valores que se han de excluir acuerde un procedimiento que a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sea equivalente a la oferta pública porque asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de valores afectados por la exclusión (art. 11e del Real Decreto 1066/2007). Dicho procedimiento suele incluir el mecanismo de las compraventas forzosas de acciones (*squeeze out*) previsto en el artículo 136 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 47 del citado real decreto). Este régimen de oferta pública de exclusión no es aplicable *ex lege* a la exclusión voluntaria en un sistema multilateral de negociación a solicitud de la sociedad emisora (el régimen de las ofertas públicas de exclusión se prevé únicamente en derecho español para las acciones cotizadas en los mercados regulados) y es en cada reglamento del sistema multilateral de negociación en donde se regula el procedimiento de *delisting* o de exclusión de la negociación.

Pues bien, cuando la sociedad emisora no cotiza en un sistema multilateral de negociación del Estado de su domicilio social y únicamente cotiza en un mercado extranjero, existe un vacío legal que puede provocar la imposibilidad para esa sociedad de *salir* de ese sistema multilateral, entre otras razones, por la defectuosa coordinación entre el derecho societario y el derecho del mercado de valores.

En aplicación de los principios básicos recogidos, por ejemplo, en nuestro Código Civil (CC), las leyes administrativas obligan a todos los que se hallen en territorio español (art. 8), mientras que «la ley personal correspondiente a las personas jurídicas es la determinada por su nacionalidad y regirá en todo lo relativo a capacidad, constitución, representación, funcionamiento, transformación, disolución y extinción. En la fusión de sociedades de distinta nacionalidad se tendrán en cuenta las respectivas leyes personales» (art. 9.11 CC).

No plantea excesivos problemas jurídicos el supuesto en el que la sociedad cotiza en varios sistemas multilaterales de negociación y solicita la exclusión de la negociación en uno de ellos; al permanecer la sociedad cotizando en algún mercado de la Unión Europea (o incluso en un mercado de un tercer país reconocido como equivalente), la exclusión de la negociación

conlleva el traspaso de esas acciones a la cotización en ese otro mercado, con lo que los accionistas minoritarios siguen conservando la facilidad que proporciona un mercado de valores a la hora de transmitir sus acciones.

Cuando una cotizada solicita voluntariamente la exclusión de sus acciones de negociación, esta operación puede instrumentarse por medio de las conocidas como *ofertas públicas de exclusión*, por un procedimiento simplificado conocido como *delisting* o mediante una fusión. La Directiva 2004/25/CE, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición (directiva de opas), es únicamente de aplicación para las cotizadas en mercados regulados. Las que lo hacen en sistemas multilaterales de negociación no quedan comprendidas en el ámbito objetivo de la directiva de opas ni tampoco en la MiFID II, que únicamente recoge los casos de exclusión de la negociación como sanción por incumplimiento de la normativa del mercado de valores o de las normas que rigen el funcionamiento de cada sistema multilateral de negociación. Esto es, en el *delisting* de carácter voluntario, son las normas de cada sistema multilateral las que establecen el procedimiento de exclusión, que conlleva siempre la autorización del correspondiente organismo rector una vez cumplidos una serie de requisitos que persiguen asimismo evitar la desprotección del inversor y la compensación por las consecuencias negativas que tendría el hecho de que sus acciones ya no estuvieran admitidas a negociación.

Si bien la directiva de opas establece unos requisitos para permitir que una sociedad abandone la negociación en un mercado regulado, el porcentaje para acogerse al *squeeze out* o compraventas forzosas varía de un Estado a otro (con un umbral máximo del 95 % del capital social con derecho a voto). En Francia, la Loi Pacté acaba de reducir este umbral del 95 % al 90 %. El artículo 11 de la directiva de opas dispone que, cuando el oferente ha alcanzado el 90 % de los derechos de voto (que puede elevarse hasta el 95 %), puede solicitar la venta forzosa de las acciones en un plazo de tres meses.

Pues bien, cuando la cotizada extranjera solicita del organismo rector del sistema multilateral de negociación la exclusión de las acciones del sistema, aquél aplicará su reglamento interno. Este reglamento comprenderá las normas del procedimiento de exclusión de carácter administrativo que, por lo que respecta a los requisitos societarios exigibles a la sociedad, no suelen ir más allá del acuerdo de la junta general del emisor, ya que en el derecho interno de ese Estado (la legislación societaria o la del mercado de valores) se recogerá el mecanismo de las ventas forzosas. El problema puede surgir de que la rectora del sistema multilateral entienda que no puede aplicar el derecho societario del Estado que ha autorizado el sistema multilateral al ser ésta una cuestión de ley personal no aplicable a una sociedad extranjera. Es el derecho societario del domicilio de la sociedad extranjera que cotiza en ese sistema multilateral el que debiera ser aplicable. Y, como en España las compraventas forzosas se regulan en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, del que es desarrollo el mencionado real decreto sobre opas (al que se acude analógicamente en España en los casos de *delisting* en un sistema multilateral, aunque no sea preceptivo, por afectar la norma únicamente a las cotizadas en mercados regulados) y no en la Ley de Sociedades de Capital, la cotizada no puede justificar que cuenta en su legislación nacional con similares medidas que garanticen la protección del socio

minoritario, si es que no ha incluido el mecanismo de las compras forzosas en sus estatutos sociales. Esto es, al no regularse en la Ley de Sociedades de Capital española las compras forzosas, sino en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, el organismo rector del sistema multilateral radicado en la Unión Europea —pero no en España— requerirá un informe o consulta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el sentido de que ese procedimiento de exclusión, en lo que afecta al derecho societario, protege adecuadamente los intereses de los socios minoritarios. Pero el supervisor español bien puede de clararse incompetente al respecto, ya que la sociedad no cotiza en ningún mercado español y, por tanto, excede de su ámbito de supervisión.

Así pues, la sociedad española que cotiza únicamente en un sistema multilateral de la Unión Europea fuera de España se encuentra atrapada en ese sistema multilateral de negociación. La solución de formular una oferta pública de adquisición parece en exceso costosa, dado el tamaño medio de las cotizadas en sistemas multilaterales de negociación, y tampoco será en muchas ocasiones idóneo acudir a la reducción del capital con adquisición de acciones por la propia sociedad. En definitiva, el *regular delisting* en sistemas multilaterales de negociación de la Unión Europea no se encuentra armonizado respecto a los requisitos societarios (ley personal) aplicables a los emisores que lo solicitan. *De lege ferenda*, sería necesario modificar la directiva de opas para incluir en su ámbito subjetivo a las sociedades cotizadas en sistemas multilaterales de negociación. Hasta entonces, podría argumentarse el deber de colaboración entre las autoridades supervisoras y que fuera la Comisión Nacional del Mercado de Valores la que emitiera un informe dirigido al organismo rector del sistema multilateral extranjero en el que afirmara que el procedimiento simplificado de *delisting* que se propone tutela adecuadamente los intereses de los socios minoritarios. Somos conscientes del retraso en la transposición de la Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, en cuanto al derecho de la sociedad a conocer la identidad de sus socios, lo que no permite tampoco conocer si existen inversores españoles titulares de acciones de sociedades españolas únicamente cotizadas en un sistema multilateral de la Unión Europea. Esta posibilidad facilitaría que el supervisor español actuase en una aplicación extraterritorial de la legislación del mercado de valores justificada por la protección de los intereses de los inversores españoles en toda la Unión Europea. La pretensión de alcanzar una verdadera unión de los mercados de capitales en el ámbito europeo encuentra un escollo fundamental: la libertad de *listing*, pero no de *delisting*.