



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

**CIRCULAR 1/2016, de 16 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se establecen los requisitos para eximir a determinadas sociedades emisoras de acciones exclusivamente negociadas en un sistema multilateral de negociación de solicitar su admisión a negociación en un mercado regulado.**

*(BOE de 6 de abril de 2016)*

La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, recoge en su título IV una serie de mejoras en el acceso de las empresas a los mercados de capitales. En particular, introdujo reformas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (actualmente derogada e integrado su contenido en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre), para favorecer el tránsito de las acciones de sociedades negociadas en un sistema multilateral de negociación (SMN) a un mercado secundario oficial. Esta previsión se completa con la obligación de aquellas acciones de sociedades admitidas a negociación que alcancen un volumen de capitalización más elevado de solicitar su admisión a negociación en un mercado regulado al objeto de garantizar que queden sujetas a la normativa de los mercados secundarios oficiales, más extensa. Esta obligación vendría justificada por el potencial mayor impacto que empresas de un cierto tamaño pueden tener en el mercado.

En este sentido, la Ley 5/2015, de 27 de abril, incluyó un nuevo apartado dos «Especialidades en el acceso a la negociación en un mercado secundario oficial» en el artículo 32 de la Ley 24/1988, de 28 de julio (actual artículo 77 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores). En el párrafo 3 de dicho artículo se establece que cuando la capitalización de las acciones que estén siendo negociadas exclusivamente en un SMN supere los quinientos millones de euros durante un periodo continuado superior a seis meses, la entidad emisora deberá solicitar su admisión a negociación en un mercado regulado en el plazo de nueve meses, debiendo la entidad rectora del sistema multilateral de negociación velar por el cumplimiento de esta obligación.

No obstante, la citada norma prevé que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) podrá fijar los términos en que se eximirán de la obligación anterior a las sociedades de naturaleza estrictamente financiera o de inversión, como las reguladas por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva o la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI).

Los requisitos que determinen la aplicabilidad de la excepción deben ser objetivos para eliminar cualquier incertidumbre en aquellas sociedades que quieran beneficiarse de la excepción, de manera que aquellas sociedades emisoras que cumplan dichos requisitos se beneficien de manera automática de la excepción y no estén sujetas a la obligación contenida en el artículo 77 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Si por el contrario, los requisitos implicasen una valoración subjetiva, la negociación de la acción en el mercado podría verse afectada por la incertidumbre sobre la aplicabilidad o no de la exención.

Puesto que la finalidad de la ley es obligar a las sociedades de gran tamaño a cotizar en un mercado secundario oficial, sujeto a un catálogo de requisitos más amplio, se considera apropiado exceptuar de dicha obligación a las sociedades que, alcanzando este tamaño, no alcancen la difusión de acciones requerida para cotizar en dichos mercados. Es decir, en virtud de esta excepción, quedarán exceptuadas aquellas sociedades que, a pesar de ser de gran tamaño en términos de situación de negocio y financiera, son propiedad de un número reducido



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

de accionistas, por lo que la necesidad de quedar vinculadas a las exigencias propias de los mercados secundarios oficiales, como por ejemplo, la aplicación de la normativa de gobierno corporativo, podría suponer la imposición de una serie de obligaciones que no serían proporcionadas a su realidad accionarial. Ello implica que, en caso de que una sociedad de quinientos millones de euros de capitalización alcance la difusión mínima entre el público prevista para el mercado regulado (normalmente el 25 por ciento de las acciones), dicha entidad deberá solicitar la admisión en este mercado sin posibilidad de beneficiarse de la exención.

Se ha considerado el 25 por ciento como porcentaje de excepción por ser el contemplado en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que desarrolla parcialmente la Ley del Mercado de Valores en materia de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales, en cuyo apartado 7 del artículo 9 referido a los requisitos de idoneidad relativos a los valores señala que se considerara que existe una distribución suficiente de acciones para la admisión a negociación si, al menos, el 25 por ciento de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público.

Además, hay que tener en cuenta que de no introducirse el mencionado requisito de difusión de las acciones se estaría obligando a aquellas sociedades que cumplieran con el importe de capitalización establecido en el artículo 77.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y no tuvieran una distribución entre el público de, al menos, el 25 por ciento de sus acciones, a solicitar su admisión a negociación en un mercado regulado sin reunir el requisito que, con carácter general, es exigible para poder acceder a dicho mercado. La necesidad de lograr el referido umbral de difusión de las acciones de la sociedad emisora, podría conllevar, en tales casos, tener que preparar y ejecutar una oferta pública de venta de acciones en un período de tiempo relativamente corto y que podría coincidir con una fase no propicia del ciclo económico, además de dificultades importantes para los accionistas de la compañía y para ésta.

Por lo que respecta al caso concreto de las sociedades de inversión reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y de acuerdo con el 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, la presente Circular tiene en cuenta que éstas pueden contar con diferentes procedimientos para dotar de liquidez a sus acciones como son, su negociación en bolsa de valores, su incorporación a un sistema multilateral de negociación, o su adquisición y venta por los accionistas a un precio igual al valor liquidativo calculado conforme a lo dispuesto en el artículo 78 del citado Reglamento.

En el supuesto de incorporación a un sistema multilateral de negociación, si éste permite que la contratación pueda realizarse además de por el sistema de fijación de precios mediante la confluencia de la oferta y la demanda, por el sistema de contratación a valor liquidativo resultará garantizada la existencia de un precio justo y objetivo para los inversores por el propio sistema de contratación a valor liquidativo (pues el cálculo del precio está determinado normativamente). Por ello, cuando la contratación a valor liquidativo es mayoritaria, se hacen innecesarias las garantías que al respecto pudieran resultar de la cotización en un mercado secundario oficial. Por el contrario, cuando el precio derive mayoritariamente de los mecanismos típicos de contratación de los sistemas multilaterales de negociación (confluencia entre oferta y demanda) y, adicionalmente, exista una diferencia apreciable entre tales precios y el valor liquidativo correspondiente al día de la contratación, se hace aconsejable que la sociedad negocie con las garantías propias de un mercado secundario oficial.

Por estas razones, en el caso de las sociedades de inversión reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, se han tenido en cuenta las especialidades descritas relativas a sus modalidades de contratación en un sistema multilateral de negociación, para contemplar



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

supuestos adicionales de excepción de la obligación de solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado.

En la medida en que el apartado 3 del artículo 77 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores establece que debe ser la entidad rectora del sistema multilateral de negociación la encargada de velar por el cumplimiento de la obligación contenida en dicho apartado, se considera que corresponde también a la entidad rectora verificar el cumplimiento de los requisitos necesarios para que una sociedad pueda beneficiarse de la exención.

De acuerdo con lo anterior, esta Circular consta de cuatro normas y una disposición final. En virtud de lo anterior, el Consejo de la CNMV, al amparo del artículo 77.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, previo informe de su Comité Consultivo y de acuerdo con el Consejo de Estado, en su reunión del día 16 de marzo de 2016, ha dispuesto lo siguiente:

**Norma primera. Objeto.**

Esta Circular tiene por objeto establecer los requisitos para eximir a determinadas sociedades emisoras de acciones exclusivamente negociadas en un sistema multilateral de negociación de solicitar su admisión a negociación en un mercado regulado.

**Norma segunda. Requisitos.**

1. Quedarán exentas de la obligación de solicitar su admisión a negociación en un mercado regulado contemplada en el artículo 77.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, las entidades que reúnan los requisitos siguientes:

- Ser sociedades de naturaleza estrictamente financiera o de inversión, siendo a estos efectos las reguladas por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y por la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) cuyas acciones se negocien exclusivamente en un sistema multilateral de negociación domiciliado en España.

- Que el valor de capitalización de las acciones admitidas a negociación en un sistema multilateral de negociación supere los quinientos millones de euros durante un período continuado superior a seis meses.

- Que el porcentaje de acciones distribuido entre el público al cierre del mercado del día de finalización del plazo de seis meses a que se refiere el párrafo anterior sea inferior al 25 por ciento de las acciones que componen su capital social.

2. A los efectos del cómputo del 25 por ciento referido en el apartado 1, no se tendrán en cuenta las acciones de las que sean titulares aquellos accionistas que ostenten el 3 por ciento o más de las acciones de la sociedad emisora, ni las acciones de las que sean titulares los miembros de su consejo de administración, ni, en su caso, las acciones propias mantenidas en autocartera.

3. La exención se mantendrá en tanto la distribución entre el público de las acciones de la sociedad emisora continúe siendo inferior al 25 por ciento de las acciones que componen su capital social.



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

**Norma tercera.** *Supuestos adicionales para determinadas entidades.*

Las sociedades de inversión reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, también quedarán exentas de la obligación prevista en el artículo 77.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores cuando, alternativamente a lo previsto en la Norma segunda de esta Circular, concurra cualquiera de las siguientes circunstancias:

- Que durante el periodo continuado de seis meses en que se supere el volumen de capitalización de quinientos millones de euros, la negociación de las acciones a través del sistema de fijación de precios mediante la confluencia de oferta y demanda haya representado un porcentaje inferior al 50 por ciento del volumen total negociado, correspondiendo el resto de negociación a operaciones que se contraten al valor liquidativo de la IIC (siempre que tal contratación esté prevista en el sistema multilateral de negociación.) A estos efectos, el volumen total de negociación se medirá en función del volumen total efectivo en euros correspondiente a las órdenes de compra y venta ejecutadas, tanto en el sistema de fijación de precios, mediante la confluencia de oferta y demanda, como en el sistema de contratación a valor liquidativo.

- Que durante el citado periodo de seis meses, las operaciones realizadas en el sistema de fijación de precios mediante la confluencia de oferta y demanda no se hayan ejecutado a un cambio medio ponderado que difiera en más del 3 por ciento respecto del valor liquidativo de la IIC correspondiente al día de la contratación en más de un 50 por ciento de las sesiones en que haya habido negociación a través del indicado sistema.

**Norma cuarta.** *Verificación del cumplimiento de la obligación.*

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 77 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores corresponderá a la entidad rectora del sistema multilateral de negociación velar por el cumplimiento de la obligación establecida en el citado apartado.

**DISPOSICIÓN FINAL**

**Única.** *Entrada en vigor.*

La presente Circular entrará en vigor el día siguiente al de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

Madrid, 16 de marzo de 2016. La Presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, María Elvira Rodríguez Herrero.