

PONENCIA SOBRE

Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se aprueban los nuevos modelos de notificación de participaciones significativas, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y creadores de mercado

19 de abril de 2022

1. INTRODUCCIÓN Y PLANTEAMIENTO

Esta ponencia del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) tiene por objeto la propuesta de Circular de la CNMV por la que se aprueban los nuevos modelos de notificación de participaciones significativas, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y creadores de mercado (el “**Proyecto de Circular**”).

El Proyecto de Circular persigue adaptar el contenido de dichos modelos y, en general, la *Circular 8/2015, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos y sus vínculos estrechos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y otros modelos* (que quedará derogada por este Proyecto de Circular), a las siguientes modificaciones introducidas por la *Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas*:

- (i) La supresión del apartado 5 del artículo 125 de la Ley del Mercado de Valores relativo a las obligaciones de los administradores de comunicar participaciones significativas.

El apartado 5 del artículo 125 (*Obligaciones del accionista y de los titulares de otros valores e instrumentos financieros*), dentro del capítulo VIII (*Obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera*) del título IV de la Ley del Mercado de Valores recogía la obligación de los administradores del emisor, además de cumplir con la de comunicar cualesquiera operaciones realizadas sobre acciones del emisor o sobre valores u otros instrumentos financieros referenciados a dichas acciones, de comunicar a la CNMV la participación que tuvieran en el momento de su nombramiento y cese.

Dicho apartado ha sido suprimido por el artículo 6.16 de la Ley 5/2021 al objeto de evitar la duplicación de la obligación de información de los administradores considerando lo dispuesto en el *Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (MAR)*, y en el *Reglamento de Ejecución (UE) 2016/523 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen las normas técnicas relativas al formato y la*

plantilla para la notificación y la publicación de las operaciones realizadas por directivos de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. Además, a estos efectos, debe tenerse igualmente en cuenta el Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la autorización de negociación durante períodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatoria realizadas por los directivos.

Por último, reseñar que, desde el pasado 2 de marzo de 2020, la CNMV considera que las obligaciones en materia de notificación de operaciones de los consejeros y directivos de las sociedades emisoras españolas, establecidas en la Disposición Adicional octava de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 47 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, quedan debidamente satisfechas mediante el cumplimiento por los consejeros y directivos de las obligaciones contenidas en el artículo 19 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 y en el Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión y mediante la notificación de estas operaciones a través del trámite NOD en la Sede Electrónica de la CNMV.

Como consecuencia de todo lo anterior, el Proyecto de Circular deja de recoger los modelos II (*Notificación de consejeros*), III (*Notificación de los directivos (distintos de los consejeros) y sus vínculos estrechos y otros vínculos de los consejeros*), y VI (*Notificación de sistemas retributivos otorgados por un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, a sus administradores o sus directivos*) incluidos en la Circular 8/2015, lo que resulta correcto.

En su virtud, el Proyecto de Circular sólo recoge tres modelos de notificación (que pasan a numerarse con números arábigos en lugar de romanos):

Modelo 1: Notificación de participaciones significativas, que se modifica con respecto al modelo recogido en la Circular 8/2015 conforme a los criterios que se señalan más abajo.

Modelo 2: Notificación de operaciones realizadas con acciones propias que, salvo por el cambio de numeración, no sufre modificación alguna con respecto al modelo IV de la Circular 8/2015.

Modelo 3: Solicitud de excepción a notificar participaciones significativas aplicable a los creadores de mercado que, salvo por el cambio de numeración, no sufre modificación alguna con respecto al modelo V de la Circular 8/2015.

- (ii) La introducción de las acciones con voto por lealtad en la nueva subsección 4ª de la sección 3ª del capítulo VI del título XIV de la Ley de Sociedades de Capital.

Dicha nueva subsección regula la posibilidad de modificar estatutariamente, en las sociedades cotizadas, la proporción entre el valor nominal de la acción y el

derecho de voto para conferir un voto doble a cada acción de la que haya sido titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos desde la fecha de inscripción en un libro registro especial a estos efectos (sin perjuicio de las especialidades de las entidades que implanten esta posibilidad en el proceso de admisión a negociación en un mercado regulado), aclarándose que por voto doble se entiende el doble de los votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal.

El artículo 527 quinquies.2 de la Ley de Sociedades de Capital establece expresamente que, “*en todo caso*”, los votos por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas, por lo que resulta apropiada la modificación del modelo I (rebautizado como modelo 1) de la Circular 8/2015 para incluir la información necesaria sobre los votos por lealtad.

Como consecuencia de todo lo anterior, el Proyecto de Circular propone la derogación de la Circular 8/2015, lo que resulta igualmente correcto.

2. EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DEL PROYECTO DE CIRCULAR

La exposición de motivos del Proyecto de Circular explica las razones por las que resulta necesaria la modificación de los modelos de notificación de participaciones significativas, por referencia a las modificaciones introducidas por la Ley 5/2021, exponiendo las principales novedades incorporadas en el modelo 1 (antiguo modelo I de la Circular 8/2015), la reenumeración (sin modificaciones) de los modelos 2 y 3 (antiguos modelos IV y V de la Circular 8/2015) y la derogación de la propia Circular 8/2015, por las razones expuestas.

Las explicaciones incluidas en la exposición de motivos son adecuadas, en línea con lo mencionado en el apartado anterior, y están correctamente expuestas, por lo que merece una valoración favorable (sin perjuicio de determinados comentarios concretos que se realizan en los apartados siguientes de esta ponencia).

3. ARTICULADO DEL PROYECTO DE CIRCULAR

El Proyecto de Circular se articula en cinco Normas (1ª *Modelos de notificación*; 2ª *Forma de presentación de las notificaciones*; 3ª *Sujeto obligado carente de personalidad jurídica*; 4ª *Plazos*; y 5ª *Exclusión de negociación*, que son una continuidad de las cinco Normas de la Circular 8/2015), una disposición derogatoria única (derogación de la Circular 8/2015) y una disposición final única (entrada en vigor: a los treinta días de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, lo que es un plazo adecuado).

Las Normas 2ª a 5ª son sustancialmente idénticas a las correspondientes Normas de la Circular 8/2015, con ligeras mejoras de redacción, con las siguientes diferencias:

- En la Norma 4ª, se elimina el segundo párrafo del apartado 1 puesto que se refería a los plazos de notificación de los consejeros y directivos y sus vínculos estrechos, que ya no son objeto del Proyecto de Circular.
- En la Norma 5ª, relativa a la baja de oficio de los registros públicos de la CNMV de las comunicaciones de participaciones significativas de sociedades excluidas de negociación en un mercado regulado de la Unión Europea, se precisa que se realizará “*transcurridos diez años desde la exclusión de la sociedad*”.

En cuanto a la Norma 1ª, esta sigue la misma estructura que la correspondiente Norma de la Circular 8/2015, precisando que se incluirán, cuando resulte de aplicación, los votos dobles por lealtad (artículo 527 quinquies.2 de la Ley de Sociedades de Capital), y referida exclusivamente a los tres modelos que se contemplan en el Proyecto de Circular (apartado 1 de la Norma 1ª): el modelo 1 de notificación de participaciones significativas, el modelo 2 de notificación de operaciones realizadas con acciones propias y el modelo 3 de solicitud de excepción a notificar participaciones significativas aplicable a los creadores de mercado.

En cuanto al modelo 1, la norma 1ª del Proyecto de Circular resalta que deberán incluirse, cuando corresponda, los “*derechos de voto por lealtad que ya tuviera asignados*” el notificante, así como, en su caso, “*información sobre las fechas de atribución y el número de acciones inscritas en el registro especial de acciones con voto adicional, que están pendientes de que se les reconozca el derecho de voto doble, por no haber transcurrido todavía el periodo de lealtad establecido en los estatutos de la sociedad cotizada*”.

Aunque dichas precisiones no resultan estrictamente necesarias (puesto que ya constan en el modelo que se aprueba en virtud del Proyecto de Circular) no está de más resaltarlos de forma especial, en la medida en que constituye la novedad más relevante. Únicamente cabría mejorar la redacción unificando la terminología para referirse a las “*acciones con voto por lealtad*” o “*acciones con voto doble por lealtad*” en lugar de “*acciones con voto adicional*”.

Los apartados 2 y 3 de la Norma 1ª del Proyecto de Circular reflejan el mismo contenido que los correspondientes apartados de la Norma 1ª de la Circular 8/2015, con ligeras mejoras de redacción, sin que se aprecie la necesidad de ninguna modificación al respecto.

4. MODELO 1 DEL PROYECTO DE CIRCULAR

Como se precisa en la exposición de motivos, el modelo 1 (*Notificación de participaciones significativas*) del Proyecto de Circular está adaptado (como ya lo estaba el modelo I de la Circular 8/2015) al modelo de notificación de accionistas significativos publicado por ESMA (ESMA/2015/1597) el 22 de octubre de 2015, con “*el objetivo principal de alcanzar un mayor grado de convergencia y armonización internacional en lo relativo a la información que los accionistas deben suministrar, así como facilitar a los inversores, con independencia del país de la Unión Europea en donde invierten, la*

cumplimentación de sus obligaciones de notificación”, lo que resulta totalmente adecuado.

Las novedades del modelo 1 se encuentran en los apartados 6 a 9 (en los que se incluyen referencias a las acciones con voto doble por lealtad, como también se hace en las instrucciones al modelo) y en la introducción de un nuevo apartado 11 para informar, en su caso, de los votos dobles por lealtad, y en el cual el accionista significativo deberá indicar el número de derechos de voto adicionales que le han sido atribuidos, correspondientes a las acciones con voto doble.

Igualmente, se deberá informar del número de acciones que se encuentran pendientes de que se les reconozca el derecho de voto doble y del número de derechos de voto adicionales que corresponderán a dichas acciones, una vez transcurrido el periodo de lealtad establecido en los estatutos, debiendo informarse también de la fecha, o fechas, en las que se producirán las asignaciones de estos derechos de voto por lealtad. A este respecto, resultaría conveniente recoger una mínima explicación del origen de esta obligación adicional (por ejemplo, en la exposición de motivos del Proyecto de Circular), concretando si se entiende que viene motivada por la mención del apartado 2 del artículo 527 quinquies de la Ley de Sociedades de Capital a que los votos por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas.

A continuación se realizan determinados comentarios a los apartados del modelo y sus correspondientes instrucciones con el objetivo de mejorar su aplicabilidad y abordar, asimismo, determinadas dificultades apreciadas en la práctica de su utilización:

- (i) En el apartado 2 (*Motivos de la notificación*) del modelo 1 cabría considerar la inclusión como un motivo propio separado (y no dentro de la casilla general de “otros motivos”) de la asignación de derechos de voto doble por lealtad, dada la especialidad de este caso. Sin embargo, en la medida en que se prefiera mantener estrictamente el formato ESMA, puede mantenerse la estructura propuesta, siendo adecuada la explicación facilitada en las instrucciones del modelo (en las que se hace referencia expresa a este supuesto como “*otro motivo*”).
- (ii) En el apartado 3 (*Identificación del sujeto obligado*), debajo del subapartado de “*Celebración de un acuerdo para el ejercicio concertado de los derechos de voto*”, cabría considerar la conveniencia de habilitar un campo de “*Comentarios*” para que los sujetos obligados puedan incluir información que consideren relevante acerca del acuerdo (por ejemplo, el periodo de duración), indicándolo así en las instrucciones del modelo.
- (iii) En el apartado 4, en su título, cabría incluir “(es)” detrás de “*tenedor*”, igual que se incluye “(s)” detrás de “*accionista*”.
- (iv) Asimismo, en relación con los apartados 3 (*Identificación del sujeto obligado*) y 4 (*Identificación del accionista(s) o tenedor(es) del instrumento financiero*), en los puntos 4 y 6 de las instrucciones del modelo cabría explicar de forma más detallada y específica la forma de incluir la información requerida en dos de los casos más habituales: (i) participaciones indirectas controladas por la misma persona física o jurídica última (qué se incluye en el apartado 3 y qué en el 4 – en el punto 22 de las instrucciones se hace referencia, por ejemplo, a la relación “de

control” entre el sujeto obligado y el accionista o tenedor, que sin embargo no se menciona en los puntos 4 y 6) y participaciones de inversores institucionales (fondos) de *private equity* gestionados por la misma gestora (o por gestoras controladas por la misma persona física o jurídica última).

- (v) En relación con el apartado 5 (*Fecha en la que se cruzó o alcanzó el umbral*), en el punto 7 de las instrucciones cabría aclarar la fecha que debe figurar en caso de admisión a negociación de instrumentos financieros: la fecha de admisión a negociación, la fecha de la operación (*trade date*) o la fecha de liquidación de la operación (*settlement date*). Es una duda que surge habitualmente y, de hecho, hay veces que las fechas que aparecen en las notificaciones difieren porque no hay un criterio claro.
- (vi) En relación con el apartado 6 (*Posición total del sujeto obligado*), en el punto 8 de las instrucciones sería conveniente, como mejora técnica, eliminar la referencia a “*los certificados de depósito representativos de acciones*”, ya que en ningún caso la existencia de tales certificados podrá determinar un mayor número de derechos de voto del emisor.
- (vii) En relación con el apartado 7.B.2, se considera muy acertada la corrección que se ha realizado en el punto 14 de las instrucciones del modelo, incluyendo la referencia a que los derechos de voto serán el resultado de multiplicar “*el número de acciones subyacentes por la delta del instrumento*”, conforme dispone el artículo 28.2.a) del Real Decreto 1362/2007 (en virtud del Reglamento Delegado (UE) 2015/761).
- (viii) El apartado 8 (*Información sobre el sujeto obligado*) ha dado lugar a dudas en cuanto a la forma correcta de cumplimentarlo y, de hecho, se observa en algunos casos ciertas discrepancias que no quedan clarificadas en el punto 16 de las instrucciones del modelo (por cierto, a este respecto, parece haber una errata puesto que se numeran dos puntos con el 16, ambos referidos al apartado 8 del modelo), en concreto en cuanto a la forma de completar el cuadro.

A este respecto, sería recomendable incluir un ejemplo de la forma de cumplimentar este cuadro, en línea con las instrucciones del modelo ESMA/2015/1597 (que señala lo siguiente: “*In case of multiple chains through which the voting rights and/or financial instruments are effectively held the chains have to be presented chain by chain leaving a row free between different chains (e.g.: A, B, C, free row, A, B, D, free row, A, E, F etc.)*”), debiendo procurarse especial claridad, en particular, en cuanto a la necesidad de incluir todas las entidades de la cadena (como se ve en el ejemplo de ESMA), la forma de reflejar las distintas cadenas (incluso con separación de líneas, como hace el modelo ESMA), y las particularidades en el caso habitual de inversores institucionales (fondos) de *private equity* en línea con lo que se comentaba más arriba (punto (iv)).

- (ix) En relación con el apartado 9 (*Derechos de voto recibidos en representación para una junta general de accionistas determinada*), el punto 17 de las instrucciones del modelo podría ser más claro, pues únicamente se indica que es “*evitar que el accionista significativo que ha alcanzado o cruzado algún umbral de notificación*”

como consecuencia de haber recibido derechos de voto para su representación para una Junta General de Accionistas, tenga que remitir una segunda notificación, informando de cuál será su posición de derechos de voto una vez haya finalizado la Junta General” y se indica que el plazo de notificación “comenzará a contar desde el día hábil bursátil siguiente al de la celebración de la junta general”, añadiéndose a continuación que “la fecha será la del primer hábil bursátil siguiente al de la celebración de la junta general” (¿se quiere decir lo mismo de otra forma o es una repetición inadvertida? Y, además, ¿es correcto que el plazo para notificar sea con posterioridad a la junta general?).

En todo caso, parece que estas explicaciones generan, a la vista de los campos que se pueden completar en el apartado 9 (*Número de derechos de voto / % derechos de voto / Fecha (dd/mm/aaaa)*) más incertidumbres que las que resuelven:

- Número de derechos de voto: ¿son los derechos de voto totales? Es decir, ¿se refiere a los derechos de voto que ya tenía el accionista más los que se le hayan otorgado para la junta? Cabría aclararlo en las instrucciones.

Si, por el contrario, solo se pretende incluir los derechos de voto que se delegan (lo cual es menos visual porque para saber los derechos de voto que tiene ese accionista en total en la junta habría que sumar la notificación de participación significativa del accionista y esta), cabría incluir “Número de derechos de voto delegados”.

- % derechos de voto: mismo comentario anterior.
- Fecha: no queda claro si se refiere a la fecha de la junta o a la fecha de la delegación.

- (x) El nuevo apartado 11 (*Información sobre el voto doble por lealtad*) y las correspondientes explicaciones que se facilitan en los puntos 19, 20 y 21 de las instrucciones del modelo se consideran claras y adecuadas, sin perjuicio de las siguientes observaciones en relación con el segundo cuadro de dicho apartado 11 relativo a las fechas y número de acciones inscritas en el registro especial de acciones con voto doble a nombre del sujeto obligado que están pendientes de que se les reconozca el derecho de voto doble.

En efecto, podría aclararse en las instrucciones si esta obligación informativa adicional ha debido quedar igualmente reflejada en los apartados previos del modelo, tal y como sucede con las acciones que ya tienen atribuido el voto doble por lealtad que se recogen en el apartado 7A del modelo. Y, en el mismo sentido, cabría especificar en las instrucciones, para evitar dudas, que en el caso de que la participación significativa se alcance una vez se obtenga el voto doble, tras el transcurso del plazo requerido desde la inscripción en el registro especial, la obligación de notificación sólo surgirá en ese momento.

Además, dado que la ley prevé posibles alteraciones en ese registro especial, podría habilitarse algún campo para informar sobre tales supuestos (ampliación del registro especial, minoración o renuncia).

Por último, podría concretarse cuándo comienza el plazo para realizar esa comunicación ya que la regla de la Norma 4ª del Proyecto de Circular se refiere a operaciones y el efecto podrá depender del momento en que el emisor comunique al inversor que la inscripción ha tenido lugar.

5. MODELOS 2 Y 3 DEL PROYECTO DE CIRCULAR

Tal y como se ha mencionado anteriormente y se especifica en la exposición de motivos, los modelos 2 y 3 del Proyecto de Circular no incorporan ninguna modificación adicional con respecto a los modelos IV y V de la Circular 8/2015, lo que quizá podría mencionarse de forma expresa en la exposición de motivos del Proyecto de Circular.

A este respecto, podría considerarse aclarar en las instrucciones del modelo 2 que las referencias al número total de derechos de voto atribuidos al total de acciones emitidas por el emisor (puntos 3, 4, 5, 7 y 9 de las instrucciones) deberá incluir también los derechos de voto de acciones con voto doble por lealtad que hayan sido atribuidos, tal y como se especifica en las instrucciones del modelo 1.

En relación con lo anterior, debe tenerse en cuenta que, conforme a lo dispuesto en el punto 4 de las instrucciones del modelo 2¹, el emisor deberá realizar una comunicación en el modelo 2 cada vez que acciones de la sociedad adquieran o pierdan el voto doble por lealtad (puesto que esto supone una modificación en el número de derechos de voto atribuidos a las acciones admitidas a cotización).

Por otra parte, al amparo de la habilitación recogida en el artículo 43 del Real Decreto 1362/2007², cabría incluir en las instrucciones al modelo 2 (en concreto, en relación con los apartados 6.2 *–Personas interpuestas–* y 6.3 *–Otras circunstancias distintas y establecidas en el RD-1362/2007–*) criterios específicos en relación con cuándo se entiende que el emisor está actuando a través de persona interpuesta y debe reportarse la posición, en particular en cuanto a la contratación de instrumentos financieros derivados sobre acciones propias (tanto liquidables en especie como por diferencias y

¹ “El emisor siempre deberá actualizar la autocartera que tiene en su poder, en caso de que se produzca una modificación en el número de derechos de voto atribuidos a las acciones admitidas a cotización, y deberá informar de todas y cada una de las operaciones realizadas desde la última notificación remitida a la CNMV, hasta la fecha en que se haya producido la modificación en el número total de los derechos del emisor.”

² “La Comisión Nacional del Mercado de Valores aprobará mediante Circular los modelos de comunicación de acciones propias y las especificaciones técnicas necesarias para la aplicación de lo dispuesto en este Capítulo” (énfasis añadido).

con función de cobertura o especulativos) y en cuanto al alcance de las “*otras circunstancias distintas y establecidas en el RD-1362/2007*”.

* * *