

**CAPÍTULO XIV**

**OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN  
DE VALORES: ELEMENTOS, PROCEDIMIENTO  
Y DESARROLLO; OFERTAS COMPETIDORAS**

Fernando Vives Ruiz

Abogado. Socio de Garrigues.  
Profesor del Departamento de Derecho  
Mercantil. ICADE

**SUMARIO:** I. INTRODUCCIÓN.—II. ELEMENTOS SUBJETIVOS.—1. El oferente.—2. Los representantes del oferente.—3. La sociedad afectada.—4. Los aceptantes.—5. Otras partes implicadas: las Sociedades Rectoras, la CNMV, etc.—III. ELEMENTOS OBJETIVOS.—1. Los valores afectados.—2. La contraprestación.—2.1. El principio de igualdad de trato.—2.2. Contraprestación en dinero.—2.3. Contraprestación en canje.—2.4. Ofertas mixtas o alternativas.—3. Las garantías de la oferta.—3.1. La exigencia de garantías.—3.2. Clases de garantías.—3.3. Otras cuestiones relativas al régimen de las garantías.—IV. PROCEDIMIENTO Y DESARROLLO DE LA OFERTA.—1. La presentación de la oferta.—1.1. Solicitud de autorización.—1.2. La documentación de la oferta.—1.3. Principio de juicio fundado.—2. Irrevocabilidad y condiciones de la oferta.—2.1. Irrevocabilidad de la oferta.—2.2. Condiciones de la oferta.—3. El folleto explicativo.—3.1. Elementos subjetivos.—3.2. Elementos objetivos.—3.3. Elementos formales.—3.4. Otras informaciones.—4. Efectos de la presentación de la oferta.—4.1. Suspensión de la cotización.—4.2. Limitaciones en la actuación del oferente.—4.3. Limitaciones de actuación de la sociedad afectada.—5. Autorización o denegación de la oferta.—6. Publicidad de la oferta.—7. El informe del órgano de administración de la sociedad afectada.—8. Modificación de la oferta.—8.1. Modificación llevada a cabo por el oferente.—8.2. Modificación automática.—8.3. Otras modificaciones.—9. Desistimiento y revoca-

ción de la oferta.—10. Aceptación y resultado de la oferta.—11. Resultado positivo de la oferta.—11.1. Distribución y prorrateo.—11.2. Procedimiento de liquidación de la oferta.—12. Resultado negativo de la oferta.—V. OFERTAS COMPETIDORAS.—1. Régimen jurídico de las ofertas competidoras.—2. Concepto de oferta competidora; el oferente.—3. Plazo, objeto, extensión y plazo de aceptación de la oferta competidora.—3.1. Plazo de presentación.—3.2. Extensión y contraprestación.—3.3. Plazo de aceptación.—4. Autorización de la oferta competidora; efectos.—5. Procedimiento de subasta en sobre cerrado.—VI. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DERECHO DE LA COMPETENCIA.—1. Procedimiento ante las autoridades españolas de defensa de la competencia.—1.1. Presentación de la notificación ante el Servicio de Defensa de la Competencia.—1.2. Remisión del expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia.—1.3. Resolución del Gobierno.—2. Procedimiento ante las autoridades comunitarias de defensa de la competencia.—VII. RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN.—1. Régimen sancionador.—2. Suspensión de los derechos políticos.—3. Nulidad de los acuerdos sociales.—4. Deber de abstención.—BIBLIOGRAFÍA.

## I. INTRODUCCIÓN

En el capítulo anterior hemos analizado con detalle los supuestos y modalidades de ofertas públicas de adquisición de valores, con especial referencia, por su trascendencia para la seguridad del tráfico, a aquellos supuestos en los que la normativa española en vigor exige de forma obligatoria la presentación de una OPA como único medio válido para la adquisición de una participación significativa en una sociedad cotizada.

En el presente capítulo nos proponemos estudiar el procedimiento y desarrollo de las ofertas públicas de adquisición de valores establecido por el Real Decreto de OPAS en desarrollo de lo dispuesto en el párrafo segundo del art. 60 de la Ley del Mercado de Valores, con especial referencia a sus elementos subjetivos (partes intervinientes), objetivos (la contraprestación y sus garantías) y procedimentales y formales (presentación y autorización de la oferta; modificación, desistimiento y cesación de efectos; y aceptación y liquidación de las operaciones), sin olvidar la regulación de las ofertas competidoras.

Finalmente, deberá ser igualmente objeto de atención la relación entre las ofertas públicas de adquisición y el derecho de la competencia pues las ofertas dan lugar habitualmente a concentraciones empresariales, lo que determina la aplicación de un régimen jurídico y procedimental específico ante las autoridades españolas o comunitarias de defensa de la competencia.

El presente capítulo se cierra con el estudio del régimen de supervisión, inspección y sanción relativo a las ofertas públicas de adquisición.

## II. ELEMENTOS SUBJETIVOS

Como resultado de una oferta pública de adquisición se produce, en caso de tener éxito, la transmisión de los valores de la sociedad afectada propiedad de los aceptantes de la oferta, a título de compraventa o permuta. Por lo tanto, los elementos subjetivos esenciales de toda oferta pública de adquisición están constituidos, precisamente, por el oferente y los aceptantes, como partes directas de la multitud de contratos de compraventa o permuta que se ejecutan como consecuencia del éxito de la oferta.

Sin embargo, junto a los anteriores también intervienen en el procedimiento y desarrollo de la oferta diferentes personas que coadyuvan a su buen fin o controlan la legalidad del proceso. Entre ellas podemos citar a los representantes del oferente, los miembros de los mercados en los que cotizan los valores afectados, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y la CNMV. Incluso la sociedad afectada, aunque es el objeto de la operación, interviene en el desarrollo de la oferta y, por ello, el Real Decreto de OPAS le impone determinadas obligaciones y le otorga determinados derechos.

### 1. El oferente

El oferente es la persona física o jurídica que pretende adquirir una participación significativa en la sociedad afectada y que, en consecuencia, formula la oferta pública de adquisición.

A este respecto, el art. 60 de la Ley del Mercado de Valores establece simplemente que «quien pretenda adquirir (...)», sin incluir limitación alguna en cuanto al sujeto que formula oferta. Por su parte, el Real Decreto de OPAS, en su apartado 1.1, se refiere a que «toda persona física o jurídica (en lo sucesivo “oferente”) (...)».

En ningún otro precepto de la Ley del Mercado de Valores ni del Real Decreto de OPAS se establece limitación alguna por lo que, de manera consistente con el art. 3 de la Ley del Mercado de Valores, la obligación de presentar una OPA debe aplicarse a toda persona física o jurídica, cualquiera que sea su nacionalidad y residencia y, en su caso, su tipo social, ya que la obligación viene determinada por la adquisición del control de una participación significativa en una sociedad cotizada en una bolsa de valores española.

## 2. Los representantes del oferente

A los representantes del oferente se refiere el art. 25 del Real Decreto de OPAS al establecer que la información sobre las declaraciones de aceptación se facilitará al oferente «a través de los representantes designados en el folleto». En efecto, el apartado 1.IV.d) del art. 15 del Real Decreto de OPAS establece que en el folleto se hará constar la «designación de las Sociedades o Agencias de Valores y Bolsa que actúen por cuenta del oferente».

La referencia a las sociedades o agencias de valores y bolsa debe entenderse en el contexto de la regulación general de los mercados secundarios oficiales existente en el momento de aprobación del Real Decreto de OPAS. En efecto, de acuerdo con la regulación entonces aplicable (art. 47 de la Ley del Mercado de Valores), tenían la condición legal de miembros de las bolsas de valores aquellas sociedades y agencias de valores que participasen en el capital de la correspondiente sociedad rectora. Estas sociedades y agencias (con la denominación de sociedades y agencias de valores y bolsa) eran las únicas entidades autorizadas para ejecutar órdenes en bolsa.

Tras la modificación del art. 47 de la Ley del Mercado de Valores, pueden adquirir la condición de miembros de las bolsas de valores las entidades que cumplan lo previsto en el art. 37 del mismo texto legal y, en particular:

- (a) Las sociedades y agencias de valores.
- (b) Las entidades de crédito españolas.
- (c) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea o en terceros Estados, siempre que cumplan determinados requisitos (distintos en cada caso).
- (d) Aquellas entidades que determinen las Comunidades Autónomas con competencia en la materia y respecto de los mercados secundarios oficiales ubicados en su ámbito territorial.

Dado que lo verdaderamente relevante a efectos de representar al oferente es la condición de miembro de una bolsa de valores, debemos entender que tras la modificación de la Ley del Mercado de Valores también podrán desarrollar estas funciones las restantes entidades señaladas (y, en particular, las entidades de crédito) siempre que ostenten la condición de miembro de una bolsa de valores. De hecho, en la práctica, no es infrecuente ver que el oferente designe a una entidad de crédito miembro del mercado como su representante.

En cuanto a las funciones de los representantes del oferente, el apartado 1.IV.d) del art. 15 del Real Decreto de OPAS se limita a señalar que

dichos representantes actuarán «por cuenta del oferente», pero sin precisar el ámbito concreto de representación. Diversos artículos del Real Decreto de OPAS se ocupan, sin embargo, del representante del oferente y le asignan las siguientes responsabilidades:

- Tener a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta, así como la documentación que ha de acompañar al mismo (art. 18.3 del Real Decreto de OPAS).
- Recibir la información sobre las declaraciones de aceptación (art. 25.1 del Real Decreto de OPAS).
- Facilitar información a los interesados sobre las declaraciones de aceptación recibidas (art. 26.2 del Real Decreto de OPAS).
- Devolver los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que les hubieran sido entregados por los aceptantes en el supuesto de que la oferta quede sin efecto por no alcanzarse el número mínimo de valores al que se hubiera condicionado (art. 30.1 del Real Decreto de OPAS).

Sin embargo, la función principal de los representantes del oferente, que consiste en intervenir y liquidar las operaciones de adquisición de los valores afectados por la oferta, no se regula expresamente en el Real Decreto de OPAS. Dicha carencia del Real Decreto de OPAS es suplida, en la práctica, por los folletos explicativos en los que, prácticamente como una cláusula de estilo, se establece que «el oferente ha designado a XXX como entidad encargada de intervenir y liquidar las operaciones de adquisición de las acciones afectadas por la oferta».

Por último, señalar que las sociedades y agencias de valores y bolsa que actúen en representación del oferente (léase, los miembros de bolsa que actúen en representación del oferente) quedan expresamente incluidos en el régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en el art. 39 del Real Decreto de OPAS.

### **3. La sociedad afectada**

La sociedad afectada es, en principio, el sujeto pasivo de la oferta en el sentido de que no es parte de las singulares operaciones de compraventa o permuta que se ejecutan como consecuencia de la misma sino que son precisamente los valores emitidos por ella el objeto de dichas operaciones.

Esto no quiere decir, sin embargo, que la sociedad afectada no juegue un papel relevante en el proceso y desarrollo de una oferta pública de adquisición, tal y como se comenta en el apartado IV de este capítulo.

#### **4. Los aceptantes**

Los aceptantes son las personas físicas o jurídicas titulares de los valores afectados que, tras el análisis de la oferta formulada por el oferente, deciden aceptarla.

#### **5. Otras partes implicadas: las Sociedades Rectoras, la CNMV, etc.**

En una oferta pública de adquisición de valores también intervienen, con distinto grado de implicación, otros sujetos tales como las Sociedades Rectoras de las bolsas de valores, los miembros de dichas bolsas de valores y la CNMV.

Las Sociedades Rectoras de las bolsas de valores tienen asignadas por el Real Decreto de OPAS principalmente labores de recopilación y centralización de la información relativa al desarrollo de la oferta, sin perjuicio de otras funciones importantes ligadas al prorrateo de la oferta tal y como se comentará más adelante.

En cuanto a la CNMV, baste decir en este momento que a ella corresponden las facultades de supervisión, inspección, y sanción, ex art. 39 del Real Decreto de OPAS.

### **III. ELEMENTOS OBJETIVOS**

#### **1. Los valores afectados**

Tal y como se ha comentado con detalle en el capítulo XIII, conforme a lo previsto en el art. 1.7 del Real Decreto de OPAS, la oferta de adquisición deberá dirigirse:

(a) A todos los titulares de las acciones de la sociedad afectada, incluidos los de acciones sin voto que en el momento de solicitarse la autorización de la oferta tengan derecho de voto de acuerdo con la legislación vigente.

(b) Cuando existan, la oferta deberá extenderse a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles en ellas.

Se considerarán también valores afectados los *warrants* u otros valores o instrumentos que den opción a la adquisición o suscripción de acciones si bien, en este caso, no existe obligación de que la oferta pública

se dirija a los titulares de este tipo de valores, siendo potestativo para el oferente. No obstante lo anterior, el Real Decreto de OPAS advierte que si la oferta se dirigiese a ellos, deberá extenderse obligatoriamente a todas las personas que sean titulares de los *warrants*, valores o instrumentos en cuestión. Es decir, se establece un principio de igualdad de trato entre todos los titulares de este tipo de valores.

En cuanto al porcentaje del capital social de la sociedad objetivo afectado por la oferta, el Real Decreto de OPAS establece que deberá realizarse sobre un número de valores que representen, como mínimo, el 10 por 100 del capital social de la sociedad afectada en determinados supuestos y, en otros, la oferta debe formularse obligatoriamente sobre el 100 por 100 del capital social, habiéndose eliminado tras el Real Decreto 432/2003 el supuesto en el que la oferta pública debía realizarse sobre un número de valores que permitiese al oferente adquirir, como mínimo, el porcentaje del 75 por 100 del capital de la sociedad afectada.

De esta forma, nuestro régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición admite tanto las ofertas públicas sobre la totalidad del capital social como las ofertas públicas sobre un porcentaje inferior del capital social, i.e., ofertas parciales.

En este punto merece la pena destacar que en determinados supuestos la oferta no se dirige formalmente al 100 por 100 del capital social porque el oferente o personas que actúan en concierto con él son titulares de valores de la sociedad afectada y se han comprometido a no aceptar la oferta (lo que, en su caso, puede exigir la correspondiente acreditación ante la CNMV mediante la entrega del certificado de legitimación de los valores afectados). En estos casos, la oferta se dirige únicamente al resto del capital social. Sin embargo, en nuestra opinión, en este supuesto no estamos ante una OPA parcial sino ante una oferta dirigida al 100 por 100 del capital. En efecto, la totalidad de los titulares de valores afectados tienen la posibilidad de vender su participación y lo único que existe es un compromiso firme de determinados accionistas (o, incluso, del propio oferente) de no aceptar la oferta.

En consecuencia, a este tipo de supuestos se les deberían aplicar sin restricciones las normas relativas a la OPA total y, en particular y a título de ejemplo, no les debería resultar de aplicación la limitación de actuación para la adquisición de valores de la sociedad afectada cuando la OPA haya sido parcial y haya tenido éxito (art. 23.3 del Real Decreto de OPAS).

No obstante lo anterior, la OPA parcial prevista en la normativa española ha sido objeto de críticas desde el momento mismo de su aprobación y, además, se separa de lo previsto en las normativas de otros países comparables.

## 2. La contraprestación

El art. 60 de la Ley del Mercado de Valores, al hacer referencia a las garantías de la oferta, establece indirectamente las contraprestaciones admisibles en este tipo de operaciones: dinero, valores ya emitidos o valores a emitir por la sociedad oferente.

Bajo la rúbrica «contraprestaciones ofrecidas», el art. 10 del Real Decreto de OPAS desarrolla esta previsión de la Ley del Mercado de Valores y establece que, «salvo en aquellos supuestos previstos en este Real Decreto en los que sólo quepa contraprestación en dinero» (por ejemplo, en las OPAS de exclusión), las ofertas públicas de adquisición podrán formularse «como compraventa, como permuta o como ambas cosas a la vez».

Además, el art. 10 establece expresamente el principio de igualdad de trato de todos los titulares de los valores afectados por la oferta.

### 2.1. *El principio de igualdad de trato*

El art. 10.1 del Real Decreto de OPAS sienta el principio esencial de que las ofertas públicas de adquisición «deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias».

El principio de igualdad de trato de todos los accionistas o titulares de valores de la sociedad afectada es un principio básico y esencial del régimen jurídico de las OPAS que, al mismo tiempo, es la verdadera razón de la existencia de esta figura jurídica: que todos los accionistas, sin distinción en cuanto al tamaño de su participación en la sociedad, tengan la posibilidad de participar y beneficiarse de la prima de control, en igualdad de condiciones.

La Directiva de OPAS recoge igualmente este principio en su art. 3.1.a) que establece que «todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente». Nótese, sin embargo, que la redacción de la Directiva de OPAS es ligeramente diferente pues mientras el Real Decreto de OPAS se refiere a «igualdad» de trato la Directiva de OPAS se limita a proclamar un trato «equivalente». Sin embargo, la diferente expresión no supone, en nuestra opinión, que la normativa española y la europea sean diferentes.

### 2.2. *Contraprestación en dinero*

Tal como establece el art. 10.2 del Real Decreto de OPAS, en el supuesto de que la oferta se formule como compraventa, la contraprestación en dinero se expresará en pesetas para cada valor unitario.

Como consecuencia de la sustitución de la peseta por el euro, debe entenderse que la contraprestación en dinero deberá expresarse precisamente en dicha moneda, es decir, en euros por cada valor unitario.

En principio, aunque nada se explicita al respecto, debe entenderse, como consecuencia de la aplicación de los procedimientos de liquidación previstos en la normativa vigente que el pago de la contraprestación dineraria deberá producirse contra la entrega de los valores afectados que hayan aceptado la oferta.

### 2.3. *Contraprestación de canje*

Cuando la oferta se formule como permuta, el art. 10.3 del Real Decreto de OPAS establece que la permuta que se proponga deberá ser clara en cuanto a su naturaleza, valoración y características de los valores que se ofrezcan en canje, así como en cuanto a las proporciones en que haya de producirse.

Sin embargo, no cabe ofrecer una permuta sobre cualquier tipo de activos. En efecto, tal y como señala el art. 10.4 del Real Decreto de OPAS, sólo podrán ofrecerse en canje valores que:

- Estén admitidos a negociación en bolsa de valores española o en bolsa radicada en algún Estado miembro de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE); o
- Vayan a ser emitidos por la propia sociedad oferente, siempre que (i) su capital esté total o parcialmente admitido a negociación; (ii) la emisión de los valores esté sujeta a la preceptiva verificación y registro por la CNMV; y (iii) el oferente adquiera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en un plazo de tres meses a partir de la publicación del resultado de la oferta.

Nótese que, en el supuesto de que se ofrezcan en canje valores ya emitidos, éstos podrán ser valores de la propia sociedad oferente o de cualquier tercero. Sin embargo, cuando se ofrezca una permuta sobre valores a emitir, sólo serán admisibles valores que vayan a ser emitidos por la propia sociedad oferente.

A este respecto, los apartados 5 y 6 del art. 10 del Real Decreto de OPAS establecen determinadas especialidades en relación con la emisión de los nuevos valores a ofrecer total o parcialmente como contraprestación:

- (i) El órgano de administración de la sociedad oferente, en la misma sesión en que acuerde formular la oferta, deberá acordar la convocatoria

de la Junta general que habrá de decidir acerca de la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación.

(ii) El anuncio de la convocatoria deberá ser publicado en el mismo plazo que establece el art. 18 del Real Decreto de OPAS para la difusión del contenido de la oferta pública (cinco días hábiles siguientes a la notificación de su autorización).

(iii) La Junta deberá convocarse, en primera convocatoria, para el decimoquinto día a partir del día siguiente al de la publicación de los anuncios, debiendo mediar entre la primera y la segunda convocatoria un plazo máximo de cuarenta y ocho horas.

(iv) En todo caso, el plazo de aceptación de la oferta se ampliará quince días a partir de la fecha de celebración de la Junta general que apruebe el aumento de capital.

(v) La ampliación deberá acordarse por la cuantía máxima necesaria para dar cumplimiento a la oferta presentada, y con posibilidad de suscripción incompleta.

(vi) Finalmente, una de las especialidades más importantes y, sobre todo, más polémica, es la contenida en el art. 10.6 del Real Decreto de OPAS que establece que en los aumentos de capital necesarios para atender la contraprestación se entenderá que no existe derecho de suscripción preferente para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles.

En efecto, el art. 158 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones, los antiguos accionistas y los titulares de obligaciones convertibles tendrán derecho de suscripción preferente, en proporción al valor nominal de las acciones que posean o de las que les corresponderían, en el caso de los obligacionistas. Conforme al apartado 2 del art. 159 del mismo texto legal, los únicos supuestos en los que no habrá lugar al derecho de suscripción preferente son cuando el aumento de capital se deba a la conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad.

Fuera de los supuestos anteriormente señalados, los accionistas y titulares de obligaciones convertibles siempre gozarán del derecho de suscripción preferente, salvo que el mismo sea expresamente excluido por acuerdo de la Junta general de accionistas, cumpliendo los requisitos y siguiendo el procedimiento establecido en el art. 159.1 de la Ley de Sociedades Anónimas.

De esta forma, el supuesto general de los aumentos de capital mediante aportaciones no dinerarias (entre los que se encuadraría el supuesto de aumento de capital del oferente para atender la contraprestación de

la oferta) no está contemplado por nuestra Ley de Sociedades Anónimas como un supuesto de exclusión automática del derecho de suscripción preferente, siendo necesario acuerdo específico de la Junta general de accionistas para proceder a dicha exclusión.

Sin embargo, el art. 10.6 del Real Decreto de OPAS establece literalmente que «se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el art. 158 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles». Esta previsión en el texto reglamentario plantea el lógico problema de su cobertura legal, al no estar amparado por los supuestos de exclusión automática previstos en el art. 159.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Parte de la doctrina estima que, a pesar de no ser un supuesto contemplado expresamente en el citado art. 159.2, existe identidad de razón económica con los supuestos contemplados (y, fundamentalmente, con el supuesto de fusión o adquisición de un patrimonio), por lo que no habría nada que objetar al art. 10.6 del Real Decreto de OPAS.

Sin embargo, otro sector de la doctrina, cuya opinión compartimos, considera que, a pesar de la razonabilidad económica del supuesto de hecho, debe respetarse la voluntad del legislador, que optó en el art. 159.2 de la Ley de Sociedades Anónimas por no incluir el supuesto de aumento del capital mediante aportaciones no dinerarias entre los que *ex lege* permiten la exclusión del derecho de suscripción preferente. Un texto reglamentario, en virtud del principio de jerarquía normativa, no puede modificar la Ley de Sociedades Anónimas y, en consecuencia, el art. 10.6 del Real Decreto de OPAS carece de la necesaria cobertura legal. Por ello, será necesario en cada caso conseguir el acuerdo expreso de la Junta general de accionistas para excluir el derecho de suscripción preferente, cumpliendo los requisitos y siguiendo el procedimiento establecido en el art. 159 de la Ley de Sociedades Anónimas.

En todo caso, dadas las dudas planteadas por este precepto, es de destacar que, en la práctica, los oferentes optan por seguir dicho procedimiento para la supresión del derecho de suscripción preferente.

Un caso singular contrario a la práctica seguida y a lo hasta aquí expuesto es el de la oferta pública de canje de Grupo Ferrovial sobre Ferrovial Agromán en 1999, que fue la primera que no contó con el acuerdo expreso de exclusión del derecho de suscripción preferente por parte de la Junta de accionistas del oferente, al entenderse, en aplicación del Real Decreto de OPAS, que dicho derecho no existía.

#### 2.4. *Ofertas mixtas o alternativas*

El Real Decreto de OPAS permite, expresamente, en su art. 10.1 que las ofertas públicas se formulen simultáneamente como compraventa y como permuta, es decir, que se ofrezca pagar una parte del precio en metálico y la otra mediante la entrega de valores cotizados. Este tipo de operaciones no son, sin embargo, muy frecuentes y desde el año 1995 hasta el momento sólo encontramos una oferta pública de estas características: la OPA de Vallehermoso sobre Testa Inmuebles en Renta en 2001, en la que se ofrecía 13 acciones nuevas de Vallehermoso más 140 euros en metálico por cada 20 acciones de Testa Inmuebles en Renta. Muy recientemente Gas Natural ha presentado ante la CNMV una oferta, pendiente de autorización al tiempo de escribirse estas páginas, sobre Endesa, cuya contraprestación tiene, también, naturaleza mixta.

Otra posibilidad es la de que el oferente proponga dos tipos de contraprestaciones distintas pero sustitutivas, de tal forma que los potenciales aceptantes puedan elegir entre una u otra alternativa. Esta posibilidad no está expresamente recogida en el Real Decreto de OPAS, por lo que hay que acudir a una interpretación amplia de la norma para concluir que no existe problema legal alguno para permitir este tipo de prácticas. Ejemplos de este tipo de contraprestación alternativa son las ofertas públicas de Unión Fenosa sobre Hidroeléctrica del Cantábrico en 2000 o las de Autopistas Concesionaria Española (ACESA) y Aurea Concesiones de Infraestructuras sobre Ibérica de Autopistas (Iberpistas) en 2002.

### 3. **Las garantías de la oferta**

#### 3.1. *La exigencia de garantías*

El art. 11 del Real Decreto de OPAS establece la obligación del oferente de acreditar ante la CNMV la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta, distinguiendo el tipo de garantías según que la contraprestación ofrecida consista en dinero o en valores ya emitidos o a emitir por la sociedad oferente.

La lógica que subyace en la exigencia de la constitución de garantías para el buen fin de la oferta es evidente: dado que las ofertas públicas de adquisición son irrevocables, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y formas previstos en el Real Decreto de OPAS, se debe minimizar el riesgo de que llegado el momento de la liquidación de la oferta, ésta no pueda atenderse por no disponer el oferente de la contraprestación ofrecida. Además, la exigencia de garantías, que suele implicar un coste importante, es una indicación con-

tudente de la seriedad de la oferta y evita que se presenten ofertas meramente tácticas y sin una motivación digna de protección por el ordenamiento jurídico.

Tal es la importancia de la constitución de las garantías de la oferta que el apartado 1 del art. 11 del Real Decreto de OPAS, en su inciso final, establece que si no se cumple con este requisito, la oferta se tendrá a todos los efectos por no presentada, haciéndose pública dicha circunstancia. De esta forma, no se trata de que la CNMV deniegue la oferta conforme a lo dispuesto en el art. 17 del Real Decreto de OPAS, sino que directamente la tiene por no presentada, por lo que no resultará de aplicación el régimen establecido en el mencionado art. 17 para el supuesto de denegación de la autorización. Lo anterior, además, es sin perjuicio de las responsabilidades en que pudiera incurrir el oferente.

Tras la reforma del régimen de OPAS llevada a cabo por el Real Decreto 432/2003, en cuanto al momento de acreditación de la constitución de las garantías, el art. 11.1 del Real Decreto de OPAS, con una redacción un tanto confusa, se remite expresamente al art. 16.1.a) del mismo texto legal. Y decimos que la redacción es confusa pues dicho inciso (el art. 16.1.a) del Real Decreto de OPAS) se refiere específicamente al momento o plazo para aportar el aval de entidad de crédito (cuando la garantía adopte esta forma) pero guarda silencio en los restantes casos de garantías. Sin embargo, por vía interpretativa, cabe concluir, sin demasiadas dificultades, que en todos los demás supuestos el documento acreditativo de la garantía deberá presentarse de forma simultánea a la presentación del escrito de solicitud de autorización de la oferta.

En el supuesto de que la garantía consista en aval de entidad de crédito, el mencionado art. 16.1.a) establece un plazo adicional de presentación de dos días hábiles desde el siguiente a la notificación del acuerdo de suspensión de la negociación de los valores afectados por la oferta conforme a lo previsto en el art. 13 del Real Decreto de OPAS.

### 3.2. *Clases de garantías*

Entrando ya en el análisis de las distintas clases de garantías en función de los distintos tipos de contraprestaciones que puede tener la oferta, se pueden diferenciar los siguientes supuestos:

- (i) Si la contraprestación consiste en dinero.

En este caso, según el apartado 2 del mencionado art. 11 del Real Decreto de OPAS, las garantías podrán constituirse en dinero o fondos públicos, o mediante aval de entidad de crédito.

A este respecto, lo primero que hay que señalar es que, salvo contadísimas excepciones (ninguna de ellas reciente), en la práctica totalidad de las ofertas con contraprestación dineraria, la garantía consiste en aval de entidad de crédito. El apartado 2 del art. 11 del Real Decreto de OPAS es sumamente parco y no establece con detalle ni las entidades que pueden prestar el aval (más allá de decir que deben ser entidades de crédito) ni las características que debe cumplir para ser admisible por la CNMV, cuestiones que han sido suplidas por una amplia práctica sobre la materia.

Así, en cuanto al primer aspecto, por entidad de crédito deberá entenderse las entidades definidas en el art. 1 del Real Decreto Legislativo 1.298/1986, de 28 de junio (en la redacción dada por el art. 21 de la Ley 44/2002, de reforma del sistema financiero), lo que incluirá las entidades de crédito extranjeras autorizadas para operar en España, bien mediante establecimiento permanente bien en régimen de libre prestación de servicios.

En cuanto al segundo aspecto, la CNMV suele exigir que el aval se presente ante la CNMV y a favor de los accionistas de la sociedad afectada que acepten la oferta, otorgándose la garantía por el importe máximo de la oferta (número de acciones máximo por precio ofrecido), con carácter incondicional, solidario e irrevocable y a primer requerimiento de la Sociedad de Gestión, de Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR). El aval deberá permanecer en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del oferente derivadas de la oferta, sin perjuicio de los supuestos de desistimiento y cesación de efectos legalmente admitidos.

En cuanto a las garantías prestadas mediante dinero o fondos públicos, la redacción del Real Decreto de OPAS es incluso menos descriptiva, con el inconveniente añadido de que no existe ningún tipo de práctica consolidada al respecto.

(ii) Si la contraprestación consiste en valores ya emitidos.

En este caso, según el apartado 3 del mencionado art. 11 del Real Decreto de OPAS, deberá justificarse la disponibilidad de los mismos y su afectación al resultado de la oferta. La redacción señalada arroja serias dudas de que, desde un punto de vista técnico, nos encontremos ante una verdadera garantía en sentido jurídico.

En efecto, el Real Decreto de OPAS no explicita cómo debe o puede realizarse la acreditación tanto de la disposición de los valores como de su afectación al resultado de la oferta. La situación es especialmente complicada en relación con la «afectación» de los valores pues se trata de un término jurídicamente ambiguo y sin contenido claro. En todo

caso, creemos que no será exigible la constitución de una garantía real (como una prenda), siendo suficiente el establecimiento de algún tipo de mecanismo que impida al oferente disponer de los valores y que ponga los mismos, de forma irrevocable, a disposición de la entidad liquidadora de la oferta de tal forma que, sin necesidad del concurso del oferente, pueda liquidar la oferta en los términos establecidos en el folleto explicativo.

Así por ejemplo, debería ser suficiente, tratándose de valores cotizados en una bolsa española, la aportación de un certificado de inmovilización por el importe máximo de los valores ofrecidos en contraprestación y una orden irrevocable al depositario para que atienda la permuta en los términos previstos en el folleto explicativo.

(iii) Si la contraprestación consiste en valores a emitir por el oferente.

En este caso, el apartado 4 del art. 11 del Real Decreto de OPAS no establece propiamente una garantía sino una norma de actuación dirigida a los administradores del oferente en el sentido de que, en relación con la Junta general que deba aprobar la emisión de los valores que servirán de contraprestación, deberán actuar de modo no contradictorio con la decisión de formular la oferta.

No obstante lo anterior, en el supuesto de que la CNMV, atendidas las circunstancias del caso, apreciara un «insuficiente grado de seriedad en la formulación de la oferta», podrá exigirles caución en garantía de las responsabilidades en que pudieran incurrir por los perjuicios que pudieran ocasionarse en el supuesto de que no llegue a producirse en los términos previstos la emisión de los correspondientes valores.

No tenemos conocimiento de la aplicación práctica de este apartado por parte de la CNMV hasta el momento, si bien a nadie se le escapan las complicaciones técnicas que encierra, tanto por la indefinición jurídica del concepto «insuficiente grado de seriedad», que parece dejar un amplio margen de discrecionalidad (que no de arbitrariedad) a la CNMV, como por la falta de claridad en cuanto al tipo de garantía, la persona obligada a prestarla o el importe de la misma.

Por último, el art. 11 del Real Decreto de OPAS no hace referencia a los supuestos de contraprestación mixta (ofertas que se formulan como compraventa y como permuta a la vez) o, incluso, de contraprestación alternativa o sustitutiva (el accionista podrá optar entre dinero o valores o distintas combinaciones de ambos), si bien su interpretación creemos que no ofrece dudas relevantes: a cada parte de la contraprestación, según su naturaleza, se le aplicará el apartado correspondiente del art. 11 del Real Decreto de OPAS.

### 3.3. *Otras cuestiones relativas al régimen de las garantías*

El art. 11 del Real Decreto de OPAS no agota, sin embargo, el régimen de las garantías de la oferta. Dicho régimen debe completarse con las siguientes referencias:

(i) **Publicidad de las garantías:** el art. 15.1 del Real Decreto de OPAS, en su apartado II.e) establece que el folleto explicativo de la oferta deberá desglosar el tipo de garantías constituidas por el oferente para la liquidación de su oferta y, una vez presentada, la documentación acreditativa de aquéllas, identidad de las entidades financieras con las que hayan sido constituidas, en su caso, y su importe.

(ii) **Efectos de la mejora de la oferta:** en el supuesto de que el oferente mejore su oferta, bien en el trámite «normal» previsto en el art. 22 del Real Decreto de OPAS, o mediante el procedimiento de subasta en sobre cerrado previsto en el art. 36 del mismo texto legal, éste deberá acreditar ante la CNMV la constitución de las garantías complementarias que correspondan a la mejora realizada.

Es de destacar que si bien el art. 36 del Real Decreto de OPAS hace mención expresa a la obligación de aportar garantías complementarias en el supuesto de mejora en subasta en sobre cerrado (que deberá cumplirse en el plazo de los dos días hábiles siguientes a la comunicación de la apertura de los sobres), el art. 22 del Real Decreto de OPAS no hace referencia alguna a esta cuestión, si bien estimamos que su exigencia procede por aplicación analógica del procedimiento de presentación de la oferta original y por responder a la misma motivación que la exigencia de garantías al presentar dicha oferta original: respaldar la confianza del público de que el oferente será capaz de atender a la liquidación de la oferta que formula.

Por esta misma razón, en el supuesto de presentación de mejoras conforme al procedimiento del art. 22 del Real Decreto de OPAS, las garantías complementarias deberán presentarse de forma simultánea a la del escrito de solicitud de autorización de la mejora, salvo que la garantía complementaria consista en aval de entidad de crédito, en cuyo caso somos de la opinión de que el oferente dispondrá de un plazo adicional de dos días hábiles. Todo ello en el bien entendido que si el oferente no aporta las garantías complementarias en los plazos señalados, la solicitud de autorización de mejora deberá tenerse por no presentada, sin perjuicio de las responsabilidades que procedan.

(iii) **Levantamiento de las garantías:** por último, procede analizar el régimen de levantamiento de las garantías, cuestión que, en la práctica, suele tener una elevada importancia por el coste asociado a las mismas.

Así, el art. 28.3 del Real Decreto de OPAS se refiere al supuesto de liquidación de la oferta estableciendo que, en este caso, la CNMV autorizará el levantamiento de las garantías ofrecidas, pudiendo acordarse la reducción parcial de las mismas, en cuanto no perjudiquen al proceso de liquidación pendiente.

Otro supuesto igualmente importante en el que procede el levantamiento de las garantías es cuando se produce el desistimiento y cese de los efectos de la oferta conforme a lo previsto en el art. 24 del Real Decreto de OPAS, si bien en este caso el citado texto no establece ninguna previsión al respecto. Creemos, sin embargo, que debe aplicarse igualmente lo dispuesto en el art. 28.3 del Real Decreto de OPAS y, en consecuencia, una vez publicado el desistimiento de la oferta o la causa que la deje sin efecto, la CNMV deberá autorizar sin demora el levantamiento de las garantías ofrecidas.

#### IV PROCEDIMIENTO Y DESARROLLO DE LA OFERTA

##### 1. La presentación de la oferta

###### 1.1. *Solicitud de autorización*

El capítulo II del Real Decreto de OPAS comienza con el art. 12 relativo a la presentación de la oferta. En él se establece la obligación que recae sobre toda persona física o jurídica que pretenda realizar una oferta pública de adquisición de valores de solicitar autorización a la CNMV.

En cuanto al órgano competente para decidir la presentación de una oferta pública, el art. 12.2 del Real Decreto de OPAS establece que en el supuesto de personas jurídicas, dicha decisión corresponderá «a su órgano de administración, salvo cuando dicha decisión se adopte por la propia Junta general u órgano equivalente».

La opción seguida por el Real Decreto de OPAS en este punto es más que discutible por cuanto que, con independencia de la conveniencia que tiene que la formulación de la oferta la apruebe un órgano u otro, la determinación del órgano societario idóneo para la aprobación de la oferta es una cuestión propia del Derecho societario general que no debería ser establecida por una norma de rango reglamentario que regula específicamente el régimen legal de las OPAS.

Pero, además, el art. 12.2 del Real Decreto de OPAS parece estar pensando (por su terminología) exclusivamente en un oferente persona jurídica española, cuando como hemos visto anteriormente, la oferta pública puede ser formulada por una persona física o jurídica, nacional o extran-

jera. Es obvio y no exige mayor discusión, que tratándose de una persona jurídica extranjera, la comprobación de la corrección formal de la decisión de formular la oferta sólo puede enjuiciarse desde la óptica de su Derecho nacional, por lo que el apartado 2 del art. 12 del Real Decreto de OPAS no parece resultar de aplicación en este supuesto.

En todo caso, el Real Decreto de OPAS distingue entre:

(i) Oferente persona física, en cuyo caso se deberá estar a las reglas generales establecidas por el Código Civil en relación con la capacidad de la persona física y a su representación voluntaria o, en su caso, legal.

(ii) Oferente persona jurídica, en cuyo caso, tal y como se ha expuesto anteriormente, deberá existir una persona física con facultades suficientes de representación.

### 1.2. *La documentación de la oferta*

El último inciso del primer párrafo del art. 12.1 del Real Decreto de OPAS establece que al escrito de solicitud se acompañará un folleto explicativo de la oferta y la documentación que resulte necesaria, de acuerdo con lo previsto en dicho Real Decreto.

El procedimiento de presentación de la oferta pública regulado por el Real Decreto de OPAS, que supone la simultánea presentación de la solicitud de autorización y del folleto explicativo, no es seguido de manera unánime en los restantes países europeos. Así, frente a legislaciones como la inglesa o la francesa que, al igual que la española establecen un procedimiento en una sola fase para la presentación de la solicitud y el folleto, otros ordenamientos como el portugués o el italiano establecen, siguiendo la regulación incluida en alguna de las propuestas de decimotercera Directiva que precedieron a la finalmente aprobada, un procedimiento en dos fases (o, tal y como lo han bautizado algunos autores, un procedimiento dualista o "bifásico"): en una primera fase, el oferente ha de informar de su decisión de formular una oferta pública a la autoridad de control (en nuestro caso sería la CNMV) y al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada, haciendo pública a continuación dicha decisión; para, en una segunda fase que deberá concluirse a la «mayor brevedad», elaborar y presentar el correspondiente folleto explicativo.

El argumento utilizado para justificar el procedimiento en dos fases es evitar o, al menos, reducir o minimizar los riesgos inherentes al conocimiento de la operación por parte de personas no iniciadas. De esta forma, la idea sería que al dar publicidad a la operación al principio de la misma (sin tener que esperar a la redacción del folleto) se evitaran de-

moras entre la adopción de la decisión de promover la oferta y la formalización de su presentación, que puedan dar lugar a fugas de información privilegiada.

Sin embargo esta argumentación no es del todo sólida pues la obligación de abstenerse de utilizar información privilegiada por las personas iniciadas, los administradores de las sociedades oferentes y afectadas o, simplemente, los asesores o financiadores de las partes se ve, a nuestro juicio, suficientemente protegida por los arts. 82 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores.

Quizá por esta razón, la Directiva 2004//25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 ha abandonado el procedimiento dualista y ha terminado recogiendo un procedimiento en una única fase, al modo previsto en nuestro Real Decreto de OPAS.

En cuanto a la restante documentación, el art. 16 del Real Decreto de OPAS establece una relación de los documentos que, necesariamente, han de acompañar a la oferta. No se trata, sin embargo, de una relación exhaustiva toda vez que la CNMV, de conformidad con lo dispuesto en el art. 15.2 del Real Decreto de OPAS, puede exigir que el oferente aporte la documentación complementaria al folleto que entienda conveniente.

De esta forma, la documentación a aportar a la CNMV al tiempo de la presentación de la oferta es la siguiente:

(i) Escrito de solicitud: El escrito de solicitud deberá ser suscrito por el oferente o persona con poder para obligarle.

(ii) Folleto explicativo: El folleto explicativo es el documento fundamental en el que el oferente, con el contenido que se detalla en el art. 15 del Real Decreto de OPAS y que se analiza con posterioridad, expone los términos y condiciones de la oferta en sus aspectos jurídicos y económicos.

(iii) Documento acreditativo de la garantía de la oferta. De acuerdo con lo anteriormente expuesto, sin embargo, cuando la garantía consista en aval de entidad de crédito, el documento acreditativo podrá presentarse dentro de los dos días hábiles siguientes a la notificación del acuerdo de suspensión de la cotización de los valores afectados como consecuencia de la presentación de la oferta.

(iv) Autorización o verificación administrativa, si la operación lo requiere; En la práctica, se han entendido incluidas en este apartado las autorizaciones de las autoridades de defensa de la competencia y las autorizaciones de las autoridades de control de cambios en aquellos supuestos en que el oferente era no residente en España y así lo requería la normativa aplicable. Adicionalmente, habrá que tener en cuenta la necesidad de otras autorizaciones administrativas (o declaraciones de no oposición)

tales como la del Banco de España o de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en sectores regulados.

Es conveniente aclarar que la práctica habitual no es que dichas autorizaciones se aporten con la solicitud de autorización de la oferta sino con posterioridad durante su tramitación.

(v) Modelo de los anuncios a publicar en relación con la oferta para la apertura del período de aceptación y cuyo contenido y forma de publicación se regulan en el art. 18 del Real Decreto de OPAS que analizaremos posteriormente.

(vi) En el supuesto de que el oferente fuera una persona jurídica deberá aportar, además, la siguiente documentación:

- Certificado del acuerdo, adoptado por el órgano de administración competente, de promover la oferta pública de adquisición.
- Certificación del Registro Mercantil acreditativa de la constitución de la sociedad oferente y de las posteriores modificaciones estatutarias. En relación con los estatutos sociales, señalar que es habitual que los oferentes aporten, además, una certificación expedida por persona con facultad certificante con el contenido vigente de los estatutos sociales del oferente.

Otra cuestión a considerar es el supuesto de oferentes personas jurídicas de nacionalidad extranjera pues la norma, al referirse al Registro Mercantil parece estar regulando exclusivamente el supuesto de oferentes españoles, cuando la realidad es que no sólo es posible sino también relativamente habitual que el oferente sea una sociedad extranjera.

- Auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad oferente y, en su caso, de su grupo, correspondientes, al menos, al último ejercicio cerrado o aprobado.

(vii) Cuando la contraprestación consista en valores ya emitidos por una sociedad distinta del oferente, se deberá acompañar auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad emisora y, en su caso, de su grupo, correspondientes, al menos, al último ejercicio así como certificación del Registro Mercantil acreditativa de su constitución y de las posteriores modificaciones estatutarias.

### 1.3. *Principio de juicio fundado*

La finalidad de toda la documentación exigida para la presentación de una oferta es, como señala el párrafo 2.º del art. 12 del Real Decreto

de OPAS, aportar la información necesaria para que «las personas a quienes vaya dirigida la oferta puedan formular un juicio fundado sobre ella».

A este respecto, conviene señalar que la información que se debe facilitar debe permitir al destinatario de la oferta formarse un juicio fundado tanto sobre los términos de la oferta como sobre la conveniencia de aceptarla o no y, por tanto, en este último caso, mantener su participación en la sociedad.

Por ello, en la práctica, la CNMV pone especial atención en que los accionistas dispongan de la información necesaria para conocer los planes del oferente en relación con la sociedad afectada y la situación esperada en el supuesto de éxito de la oferta (situación financiera, endeudamiento, etc.).

Este principio se articula mediante lo establecido por el art. 15 en cuanto al contenido mínimo del folleto y el 16 sobre la documentación que ha de acompañar a la oferta, siendo verificar dicho contenido una de las principales funciones de la CNMV en su revisión del folleto explicativo presentado por el oferente. Para ello, la CNMV cuenta con las facultades que le confiere el art. 16.2 del Real Decreto de OPAS a las que nos referimos en detalle en el apartado 3 siguiente.

## **2. Irrevocabilidad y condiciones de la oferta**

### *2.1. Irrevocabilidad de la oferta*

Bajo la rúbrica «irrevocabilidad y condiciones de la oferta», el art. 21 del Real Decreto de OPAS establece que «las ofertas públicas de adquisición son irrevocables sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en este Real Decreto».

La irrevocabilidad de la oferta es un principio de aplicación general en derecho comparado y en la propia Directiva de OPAS. En concreto, países como Reino Unido, Francia, Italia y Suiza mantienen expresamente en su normativa el principio de la irrevocabilidad de las ofertas públicas de adquisición.

El mencionado art. 21 del Real Decreto de OPAS, una vez sentado el principio de irrevocabilidad, pretende regular dos tipos de excepciones distintas al mismo: por un lado el desistimiento y/o cesación de efectos de la oferta y, por otro lado, la modificación de los términos y condiciones de la misma.

Si bien es una cuestión sobre la que ha existido cierta polémica, en nuestra opinión los casos en los que el Real Decreto de OPAS permite el

desistimiento o cesación de efectos de la oferta son tasados, por lo que fuera de los mismos, el principio de irrevocabilidad de la oferta rige con carácter absoluto.

La revocación es una «declaración de voluntad del oferente, cuyo intento empírico consiste en privar de eficacia a la oferta (...) en el tiempo que media entre la llegada de la oferta a su destinatario y el momento de la aceptación o del rechazo de la oferta» (VALPUESTA).

A este respecto hay que tener en cuenta que, según el sistema de nuestro Código Civil, la regla general es la irrevocabilidad de la oferta comercial (DÍEZ PICAZO, p. 295). Por ello, lo que hace el Real Decreto de OPAS es establecer unos concretos supuestos en los que el oferente puede desistir de la oferta, como excepción a la regla general enunciada.

La fundamentación jurídica de la irrevocabilidad de la oferta presentada en un proceso de OPA se encuentra en los principios generales del tráfico bursátil y, en concreto, en el principio de seguridad y certeza en las transacciones (AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, «Régimen jurídico...», p. 476) de forma que la decisión del aceptante pueda tomarse sobre la base de la firmeza de la oferta.

Por lo que se refiere al plazo durante el que se extiende la imposibilidad de revocación, se trata de un período limitado, el de aceptación de la oferta, cuyo inicio es la publicación de la oferta (art. 18 del Real Decreto de OPAS) y que no puede ser inferior a un mes ni superior a dos meses (art. 19).

A este respecto, es particularmente interesante la cuestión de si el principio de irrevocabilidad de la oferta también resulta de aplicación durante el plazo que media entre la presentación de la oferta y el comienzo del período de aceptación, supuesto que podríamos denominar como de «retirada» de la oferta.

En efecto, la duda se plantea por cuanto que la retirada de la oferta se produce con anterioridad a que haya desplegado sus efectos y, por tanto, «en el periodo de tiempo o en la fase de formación que media entre la emisión de la oferta y la recepción o llegada de la misma al destinatario» (DÍEZ PICAZO).

En el caso de las ofertas públicas de adquisición dicho período de tiempo puede ser especialmente extenso dado que el hecho de la presentación de la oferta es conocido por el mercado desde el momento mismo de su presentación en la CNMV mediante la suspensión de la cotización (art. 13 del Real Decreto de OPAS) y la publicación inmediatamente después del correspondiente hecho relevante, mientras que su eficacia requiere su autorización por la CNMV (art. 17 de la Ley del Mercado de Va-

lores). Por lo tanto, la oferta no despliega sus efectos de manera plena y no existe jurídicamente oferta de contrato hasta que no se produce la referida autorización.

Para intentar contestar a dicha cuestión es conveniente examinar los efectos que tiene la presentación de la oferta para su autorización por la CNMV: (i) publicidad de la misma, (ii) suspensión cautelar de la negociación de los valores (art. 13 del Real Decreto de OPAS), (iii) limitaciones de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo (art. 14 del Real Decreto de OPAS), (iv) presentación de documentación adicional al folleto entre la que destaca, en su caso, el documento acreditativo de la garantía de la oferta, y (v) examen por la CNMV de la oferta presentada con la doble finalidad de completar, en su caso, la información contenida en el folleto (art. 17.1 del Real Decreto de OPAS) y de examinar si la oferta es acorde con la normativa aplicable.

Pues bien, a la vista de lo anterior, cabe concluir que la seguridad del tráfico parece exigir que una vez presentada la oferta ante la CNMV no sea posible su retirada ni modificación, toda vez que los efectos que da el Real Decreto de OPAS a la presentación de la oferta van más allá del mero inicio de un expediente de revisión por parte de la CNMV como lo demuestran, en concreto, la necesidad de entregar la documentación acreditativa de la garantía de la oferta y las limitaciones en la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada.

## 2.2. *Condiciones de la oferta*

La introducción de una condición dentro de una relación obligatoria «responde a un intento empírico de las partes, que puede ser descrito como el interés en que la estructura obligacional sólo se produzca a partir de un determinado supuesto» (DÍEZ PICAZO).

Se caracteriza por tratarse de un hecho futuro e incierto (art. 1.113 del Código Civil) y, por tanto, su realización no puede depender de la voluntad de las partes y, en particular en el supuesto de una oferta pública de adquisición de valores, de la voluntad del oferente (art. 1.115 del Código Civil).

Es frecuente ver ofertas públicas condicionadas a una multitud de supuestos (sin otra limitación que la legalidad y la validez de la condición) en los mercados, tanto europeos como latinoamericanos, en que desarrollan su actividad empresas españolas.

En efecto, el derecho comparado admite con amplitud la presentación de ofertas condicionadas al acaecimiento de un evento futuro o incierto.

Así, por ejemplo, tanto el City Code on Take-overs and Mergers aplicado en el Reino Unido (regla 13) como el ordenamiento jurídico italiano, francés, alemán, suizo y belga admiten las ofertas públicas de adquisición de valores sometidas a condición, aunque con amplitud desigual. De la misma forma se admite en el Derecho federal norteamericano.

Es expresión de este hecho, la existencia de condiciones en los casos recientes de las ofertas públicas de adquisición presentadas por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria sobre Bancomer (México) o Banca Nazionale del Lavoro (Italia) o por Banco Santander Central Hispano sobre Abbey National Bank.

El art. 13 de la Directiva de OPAS señala que los Estados miembros establecerán, entre otras, normas sobre condiciones permitidas, sin establecer, sin embargo, la norma europea un elenco de condiciones que, en general, deban ser admitidas por los Estados miembros.

En nuestro país, el art. 60 de la Ley del Mercado de Valores reconoce expresamente la posibilidad de que una oferta pública esté sujeta a condiciones al remitirse al desarrollo reglamentario para el establecimiento de los términos en que una oferta podrá someterse a condición.

En desarrollo de esta previsión legal, el Real Decreto de OPAS hace en su art. 21.1, bajo la rúbrica «irrevocabilidad y condiciones de la oferta», un desarrollo restrictivo y criticado por la doctrina, por innecesario y contrario a la práctica del mercado europeo, por cuanto establece que no habrá lugar a la «cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en el Real Decreto».

La redacción del artículo señalado supone, de forma implícita, la asunción de un principio de no condicionabilidad de la oferta salvo en los casos expresamente previstos en el Real Decreto de OPAS, principio que se ha visto confirmado en la práctica por la necesidad de introducir una modificación en el Real Decreto de OPAS mediante el Real Decreto 432/2003 para permitir que las ofertas públicas de adquisición de valores pudiesen condicionarse a la adopción de determinados acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada (por ejemplo, para eliminar los blindajes estatutarios).

El mencionado art. 21, sin embargo, no establece una relación sistemática de los supuestos en los que la oferta puede someterse a condición, por lo que habrá que acudir a otros preceptos del Real Decreto de OPAS en los que, en algunos casos de forma indirecta, se regulan supuestos en los que la condición está permitida.

De esta forma, las condiciones admitidas por el Real Decreto de OPAS son: (i) la adquisición de un número mínimo de valores (arts. 15 y

24 del Real Decreto de OPAS); (ii) la adopción de determinados acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada (art. 21); y (iii) la obtención de autorizaciones administrativas en materia de derecho de la competencia (art. 37).

A continuación se analizan cada una de los supuestos señalados.

(i) Adquisición de un número mínimo de valores.

El apartado 1.II.d) del art. 15 del Real Decreto de OPAS, al regular el contenido del folleto (por lo que, sistemáticamente, resulta una ubicación poco afortunada), señala que el mismo deberá comprender información sobre, en su caso, «el número mínimo de valores a cuya adquisición se condicione la efectividad de la oferta».

— Por su parte, el apartado 2 del art. 24 del Real Decreto de OPAS establece que la «oferta quedará sin efecto cuando no sea aceptada por un volumen mínimo de capital al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente en fase de liquidación renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos».

En todo caso, es necesario tener en cuenta que el art. 15 del Real Decreto de OPAS establece que la diferencia entre el número máximo y mínimo de valores habrá de ser igual o superior al 20 por 100 del referido número máximo.

Así, por ejemplo, si la oferta se dirige al 100 por 100 del capital social, la condición mínima de aceptaciones no podrá nunca ser superior al 80 por 100.

Lo habitual en operaciones de toma de control es condicionar la oferta a la adquisición de un número de valores tal que, sumados a los que ya controle el oferente, en su caso, le permitan alcanzar una participación superior al 50 por 100 del capital social de la sociedad afectada. Adicionalmente, en operaciones de compra apalancada, es habitual condicionar la operación a la adquisición de, al menos, el 75 por 100 del capital social de la sociedad afectada. La razón de esta condición es permitir la consolidación fiscal entre el oferente y la sociedad afectada, de tal forma que la carga financiera que soporta el oferente se pueda compensar, a efectos fiscales, con los beneficios operativos de la sociedad afectada. Esta suele ser, además, una condición que imponen los bancos financiadores para conceder la financiación de la operación.

Esta condición puede ser levantada o dejada sin efectos por dos causas totalmente distintas:

- Por un lado, cabe el levantamiento *ope legis* de la condición, como una sanción por el incumplimiento de las obligaciones de abstención del oferente reguladas en art. 23.2 del Real Decreto de OPAS.

En efecto, cuando la contraprestación de la oferta consista exclusivamente en dinero, la adquisición por el oferente, desde la presentación de la oferta a la CNMV hasta la publicación de sus resultados, de valores objeto de la oferta por precio superior al fijado en el folleto o en sus modificaciones, determina (i) una elevación inmediata de la contraprestación ofrecida en la oferta pública, hasta el más alto de los satisfechos hasta ese momento y (ii) la eliminación de los límites mínimo y máximo a los que pudiera haberse sujetado la oferta. En estos casos deberán ampliarse, en cuanto procedan, las garantías ya aportadas.

La *ratio legis* del precepto es el principio de paridad de trato, ya que los que hubieran transmitido sus valores al oferente fuera del procedimiento de OPA lo podrían haber hecho a un precio superior y, además, no se verían afectados por la eventual condición de aceptación de la oferta por un porcentaje mínimo de valores ni por el prorrateo al que pudiera dar lugar una oferta parcial.

— Renuncia por el oferente. Cabe la renuncia de la condición por el oferente «en fase de liquidación» adquiriendo todos los valores ofrecidos. Esta posible renuncia por el oferente ha sido criticada por la doctrina por no haberse previsto en contrapartida la posibilidad de revocación de las aceptaciones presentadas. Este tratamiento asimétrico da ventaja en este caso al oferente respecto del aceptante, cuando este último podría, al igual que aquél, tener una causa legítima para modificar el sentido de su declaración de voluntad.

(ii) Adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada.

Este supuesto fue incorporado por el Real Decreto 432/2003, añadiendo un segundo párrafo al art. 21 del Real Decreto de OPAS.

Su inclusión tuvo su origen en la polémica que se suscitó en relación con la autorización de la oferta presentada por la sociedad TXU Europe (España), filial de una compañía eléctrica estadounidense, sobre la totalidad de las acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A. sometida a la condición del levantamiento por ésta de un conjunto de medidas de blindaje estatutario que no permitían que la sociedad oferente tomara el control efectivo de la sociedad afectada. Dichas medidas consistían en la limitación máxima del derecho de voto de un solo accionista al 10 por 100 del capital, eliminación de la cláusula de los estatutos que vinculaba el nombramiento como administrador y presidente a una antigüedad determinada como accionista y consejero, respectivamente y revocación de un acuerdo de emisión de obligaciones convertibles en acciones y de *warrants* adoptada en 1992 y condicionado en su efectividad al lanzamiento y éxito de una OPA. La

CNMV decidió no autorizar la oferta con dicha condición, lo que acarreó las críticas de una parte de la doctrina y, especialmente, del profesor GARCÍA DE ENTERRÍA. En nuestra opinión la posición del profesor GARCÍA DE ENTERRÍA encontraba plena justificación en el campo de la *lege ferenda* aunque no en el de la *lege data*, toda vez que el Real Decreto de OPAS es claro al no permitir supuestos de cesación de efectos de las ofertas distintos de los específicamente previstos en el citado texto reglamentario y en aquel momento no se incluía la admisibilidad de dicha condición.

Se trata en todo caso, y como anteriormente se ha apuntado, de una polémica superada por la reforma del Real Decreto, que actualmente admite esta condición.

(iii) Obtención de autorizaciones administrativas.

El art. 16.1.b) del Real Decreto de OPAS establece que además del folleto explicativo deberá aportarse, entre otros documentos, la autorización o verificación administrativa si la operación lo requiere.

Por tanto, la obtención de las autorizaciones administrativas necesarias para la operación debe ser previa a la presentación de la oferta, por lo que no podría ser una condición de la misma.

Como excepción, el art. 37 del Real Decreto de OPAS relativo al procedimiento ante los órganos españoles de defensa de la competencia (que analizaremos en detalle en el apartado V siguiente) establece que en el supuesto de que una oferta suponga una operación de concentración sujeta al control de las autoridades españolas, si no se levanta la suspensión de la operación «la oferta quedará sometida a condición».

La condición se entiende que es que las autoridades españolas no se opongan a la concentración (en cuyo caso, la oferta surtirá plenos efectos, tal y como señala el apartado 7.a) del mencionado art. 37 del Real Decreto de OPAS), pues en caso de que las autoridades españolas no hubieran aprobado la operación (de forma expresa o tácita) antes de la expiración del período de aceptación de la oferta o la hubieran aprobado pero sujeta a condiciones, el oferente tendrá la posibilidad de desistir. Además, en el supuesto de que las autoridades españolas de defensa de la competencia declarasen improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta, no pudiendo renunciar a la condición.

### 3. El folleto explicativo

El folleto es, sin duda, el documento esencial de toda oferta pública de adquisición de valores pues en el mismo se establecen la totalidad de términos y condiciones en los que se formula la oferta.

Por ello, el Real Decreto de OPAS le dedica el largo art. 15 que establece una regulación que se sustenta en tres principios básicos:

(i) El folleto explicativo debe tener un contenido mínimo reglado, que es el recogido en el apartado 1 del mencionado art. 15 del Real Decreto de OPAS. El oferente, al elaborarlo, debe ajustarse a dicho contenido.

(ii) Sin perjuicio de lo anterior, el oferente puede incluir cualquier contenido adicional que estime oportuno.

(iii) La CNMV podrá exigir al oferente que incluya en el folleto cuanta información adicional considere necesaria así como que aporte la información complementaria que estime conveniente. Igualmente, podrá eximir de la obligación de incluir en el folleto algunas de las informaciones mínimas contenidas en el art. 15 cuando no estén a disposición del oferente y siempre que no afecten a hechos o circunstancias esenciales para formular un juicio fundado sobre la oferta.

Finalmente, la CNMV podrá, además, incluir en el folleto las advertencias y consideraciones que estime convenientes y que faciliten su análisis y comprensión.

El art. 15 Real Decreto, al referirse al contenido del folleto, recoge los siguientes elementos:

### 3.1. *Elementos subjetivos*

(i) Sociedad oferente y su grupo. Los aspectos recogidos en el Real Decreto en relación con la sociedad oferente, y las sociedades de su grupo son:

- Nombre y domicilio o, cuando se trata de una persona jurídica, denominación o razón social, domicilio y objeto social.
- Entidades que pertenezcan al mismo grupo que el oferente, con indicación de la estructura del grupo.
- Información sobre la actividad y situación económico-financiera de la sociedad oferente, con indicación de su patrimonio, cifra de negocios, activos totales, endeudamiento y resultados, y referencia expresa a cualquier salvedad o indicación relevante que conste en los informes de auditoría en relación con ellos.

En el supuesto de que la sociedad oferente forme parte de un grupo, la información relativa a la actividad y la situación económica-financiera de la sociedad oferente deberá referirse, también, a los estados financieros del grupo consolidado.

- (ii) Sociedad afectada. Denominación y domicilio.
- (iii) Relaciones entre la sociedad oferente y la sociedad afectada.
  - Valores de la sociedad afectada que sean titularidad directa o indirecta del oferente, con indicación de los derechos de voto correspondientes y de la fecha y precio de los adquiridos en los últimos doce meses. Dicha obligación se extiende a: (i) los que sean titularidad, directa o indirecta, de las sociedades que pertenezcan al mismo grupo del oferente; y (ii) los que sean titularidad de personas que actúen por cuenta del oferente o concertadamente con él.
  - En caso de que el oferente sea una persona jurídica, habrá de desglosarse la composición de los órganos de administración así como los valores de los que sean titulares, con indicación, respecto de ellos, de la información anteriormente mencionada.

### 3.2. *Elementos objetivos*

- (i) Valores a los que se extiende la oferta.
- (ii) Contraprestación ofrecida por los valores.

Cuando la contraprestación consista, total o parcialmente, en valores emitidos por una sociedad distinta de la oferente, se incluirá en el folleto:

- Información sobre la situación económica-financiera de la sociedad emisora, con los mismos requisitos y características previstos anteriormente en relación con la sociedad oferente (nótese, en este sentido, que la remisión del precepto a la letra g) del epígrafe I precedente es incorrecta, debiendo entenderse a la letra h) del mismo epígrafe I).
- Derechos y obligaciones que incorporen los valores, con expresa referencia a las condiciones y a la fecha a partir de la cual dan derecho a participar en beneficios así como la referencia a si gozan, o no, de derecho de voto.
- Valoración realizada por experto independiente que acredite el valor de los valores ofrecidos.

En todo caso, en la práctica, la CNMV exige que el folleto explicativo recoja la totalidad de las menciones de un folleto de oferta pública de emisión de valores, lo que es totalmente lógico pues se producen, simultáneamente, dos operaciones típicas: una oferta pública de adquisición (art. 60 de la Ley del Mercado de Valores) y una oferta pública de suscripción o venta (art. 61 de la Ley del Mercado de Valores).

(iii) Número máximo de valores a los que se extiende la oferta y, en su caso, número mínimo de valores a los que se condiciona su efectividad.

En caso de que se condicione la oferta a un número mínimo de valores, tal y como se ha comentado antes, la diferencia entre el mínimo y el máximo habrá de ser igual o superior al 20 por 100.

(iv) Tipos de garantías constituidas por el oferente para la liquidación de su oferta y documentación acreditativa. En relación con dichas garantías, será necesario mencionar la identidad de las entidades financieras con las que, en su caso, hayan sido constituidas y su importe.

(v) Declaración relativa al futuro endeudamiento del oferente así como, en su caso, de la sociedad afectada para la financiación de la oferta.

(vi) Las demás condiciones a que esté sujeta la oferta.

### 3.3. *Elementos formales*

(i) Plazo de aceptación de la oferta. Se trata de fijar el plazo previsto en el art. 19 del Real Decreto de OPAS que no podrá ser inferior a un mes ni superior a dos.

(ii) Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la oferta para manifestar su aceptación, y la forma y plazo en que recibirán la contraprestación.

Por lo que se refiere a las formalidades, el art. 25 del Real Decreto de OPAS establece las formalidades que han de seguirse. En cuanto a la forma y plazo para recibir la contraprestación, el art. 28 del Real Decreto establece el procedimiento para la liquidación de la oferta.

(iii) Gastos de aceptación y liquidación de la oferta que sean de cuenta de los destinatarios, o distribución de los mismos entre el oferente y aquéllos.

Caben dos categorías de ofertas públicas. Aquellas en que el oferente asume la totalidad de los gastos y en las que el oferente no asume todos o parte de los mismos, siendo por cuenta de los aceptantes.

(iv) Designación de las sociedades o agencias de valores que actúen por cuenta del oferente.

Dicha mención es obligatoria y, por tanto, también lo es la intervención de un agente financiero que actúe por cuenta del oferente en el proceso de liquidación de la operación.

### 3.4. *Otras informaciones*

(i) Finalidad perseguida con la adquisición.

El oferente habrá de mencionar, expresamente, sus intenciones sobre la actividad futura de la sociedad afectada. Deberán incluirse, entre otros: planes sobre utilización de activos de la sociedad afectada, los que se refieran a las modificaciones estatutarias y de composición de su órgano de administración y, finalmente, las iniciativas con respecto a la cotización de los títulos de dicha sociedad lo que ha de entenderse en el sentido de desglosar los planes sobre su eventual exclusión de cotización.

(ii) Posibilidad, o no, de que el resultado de la oferta quede afectado por las normas de competencia.

## 4. Efectos de la presentación de la oferta

### 4.1. *Suspensión de la cotización*

El art. 33 de la Ley del Mercado de Valores, entre las disposiciones generales relativas a la suspensión cautelar de cotización, establece que la CNMV podrá suspender la negociación de un valor en todos los mercados secundarios oficiales en que esté admitido cuando concurren «circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los mismos o aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores».

Dicha suspensión cautelar podrá ser acordada (i) de oficio, (ii) a instancia del emisor o (iii) a instancia del organismo regulador del mercado de que se trate.

El supuesto de más frecuente utilización por la CNMV es el de una alteración extraordinaria en la evolución de la cotización de un determinado valor que pudiera tener su causa en una asimetría en la información que tuviera el mercado sobre dicho valor. Por ello, el levantamiento de la suspensión suele condicionarse a que se proporcione al mercado suficiente información mediante el correspondiente hecho relevante, de acuerdo con lo establecido en el art. 82 de la Ley del Mercado de Valores.

En el marco de la referida disposición legal, el art. 13 del Real Decreto de OPAS establece la suspensión cautelar de la negociación de un valor con ocasión de la presentación de la solicitud de autorización de una oferta pública de adquisición si bien, en este supuesto, la suspensión se conforma por el Real Decreto de OPAS como imperativa. Es decir, una

vez recibida la solicitud de autorización, la CNMV «acordará la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores afectados por la oferta». El acuerdo de suspensión deberá indicar que se debe a la presentación de una oferta pública de adquisición.

La CNMV deberá comunicar, de inmediato, la suspensión cautelar a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en las que estén admitidos a negociación los valores afectados, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, y, además, al Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio y al Consejo General del Notariado. La razón de la comunicación a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores es clara, si se tiene en cuenta que de ellas depende la suspensión efectiva de la cotización.

Las restantes comunicaciones previstas en el art. 12.2 se justifican en el control de las operaciones a que se refiere el apartado 3 del art. 13 del Real Decreto de OPAS.

En efecto, el citado apartado 3 establece que las Sociedades y Agencias de Valores y los fedatarios públicos deberán poner en conocimiento de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores de las que sean miembros o del correspondiente Colegio, como máximo el día siguiente de la suspensión, las operaciones sobre los valores afectados por la suspensión en que hubieran intervenido, con las siguientes indicaciones: transmitente, adquirente, título o causa de la transmisión, fecha de ésta y la contraprestación recibida. A su vez, las señaladas Sociedades Rectoras y Colegios comunicarán dicha información a la CNMV, a más tardar el día siguiente.

El período de duración de la suspensión se regula en el apartado 4 del mismo art. 13, que establece que la suspensión «quedará sin efecto automáticamente el día siguiente de la publicación de cualquiera de los anuncios de la oferta pública a que se refiere el art. 18». Es decir, los anuncios cuya publicación abre el plazo de aceptación de la oferta. Además del levantamiento automático, el mismo precepto establece la posibilidad de que la suspensión sea levantada cuando la CNMV así lo disponga.

La CNMV suele decidir el levantamiento de la suspensión de la cotización una vez (i) realizado un primer análisis del documento de solicitud presentado y de los documentos complementarios y, entre ellos y fundamentalmente, de la suficiencia de la garantía aportada y del contenido formal de la citada documentación y de su adecuación a la normativa vigente y (ii) se publique el correspondiente hecho relevante por parte del oferente en que se recojan los términos básicos de la oferta presentada y, entre ellos, la identidad del oferente, el precio y el tipo de contraprestación ofrecida, los valores a los que la oferta se extiende y todos aquellos aspectos que resulten definatorios de la oferta presentada.

#### 4.2. *Limitaciones en la actuación del oferente*

El art. 23 del Real Decreto de OPAS establece determinadas limitaciones a la actuación del oferente una vez presentada la oferta.

Así, cuando la contraprestación de la oferta consista en valores o en metálico y valores, el oferente no podrá adquirir valores de la sociedad afectada hasta la publicación del resultado de la oferta.

Por el contrario, cuando la contraprestación consista exclusivamente en dinero, el Real Decreto de OPAS no establece una prohibición de adquisición de valores de la sociedad afectada pero señala que si desde la presentación de la oferta hasta la publicación de sus resultados, el oferente adquiriese valores objeto de la oferta por precio superior al fijado en el folleto o sus modificaciones, se producirá automáticamente la elevación del precio de la oferta hasta el más alto de los satisfechos y, además, se tendrán por no puestos los límites mínimo y máximo a los que pudiera haberse sujetado la oferta (es decir, la oferta pasaría automáticamente a dirigirse al 100 por 100 de los valores afectados sin condición de mínimos). Téngase en cuenta, no obstante, que lo habitual es que la CNMV inste y el oferente incluya expresamente en el folleto explicativo de la oferta el compromiso de no adquirir valores afectados desde la presentación de la oferta, con independencia del precio.

En el supuesto de que la oferta no se hubiera extendido a la totalidad de los valores de la sociedad afectada y hubiera tenido resultado positivo, el oferente no podrá adquirir valores de la sociedad afectada, ni directamente ni a través de personas concertadas, durante los seis meses siguientes a la publicación del resultado de la oferta, sin formular una nueva oferta pública en las mismas condiciones pero dirigida a la totalidad de los valores de la sociedad afectada.

Además, para evitar dudas, el último inciso del art. 23.1 del Real Decreto de OPAS aclara que transcurrido el referido plazo de 6 meses, serán de aplicación las reglas generales del art. 1 del Real Decreto de OPAS en cuanto a la obligación de formular una oferta pública en caso de toma o aumento de una participación significativa.

#### 4.3. *Limitaciones de actuación de la sociedad afectada*

Una vez presentada la oferta, el Real Decreto de OPAS, en su art. 14, también establece limitaciones de actuación para la sociedad afectada o, más precisamente, para su órgano de administración y los de sus sociedades filiales o de quienes actúen en concierto.

La razón de estas limitaciones es evitar que los administradores de las sociedades afectadas, atendiendo a motivos ajenos al interés común de todos los destinatarios de la oferta, pretendan la realización de actuaciones que tiendan a entorpecer el desarrollo o ejecución de la oferta en su propio beneficio. Desde este punto de vista el art. 14 del Real Decreto de OPAS no es más que la concreción a un supuesto particular de los deberes generales de diligencia, lealtad y fidelidad de los administradores de las sociedades de capital (vid. arts. 127 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas).

En efecto, los administradores no pueden ni deben sustituir o suplantar a los accionistas en su decisión individual de aceptar o no la oferta, teniendo la oportunidad de manifestar lo que tengan por conveniente para que los accionistas adopten una decisión fundada a través del informe sobre la oferta que deben redactar y publicar de acuerdo con lo previsto en el art. 20 del Real Decreto de OPAS.

Al margen de lo anterior, a partir de la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la sociedad afectada y hasta la publicación del resultado de la oferta, el órgano de administración de dicha sociedad deberá abstenerse de realizar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios.

A continuación, el art. 14.1 del Real Decreto de OPAS añade una relación de actuaciones que quedan prohibidas al órgano de administración de la sociedad afectada:

(i) Acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta general. Nótese que la redacción del inciso comentado alude a acuerdos «concretos» por lo que no sería admisible, por ejemplo, realizar una ampliación de capital al amparo de una delegación genérica ex art. 153.1.b) de la Ley de Sociedades Anónimas.

(ii) Efectuar, directa o indirectamente, operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta.

(iii) Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales cuando puedan frustrar o perturbar la oferta pública.

Las anteriores limitaciones se aplicarán también a las sociedades del grupo de la sociedad afectada y a quienes pudieran actuar concertadamente con ésta y dado su carácter limitativo, deben ser interpretadas, en nuestra opinión, restrictivamente.

A este respecto, resulta sumamente interesante tener presente lo que dispone la Directiva de OPAS en su art. 9 a propósito de las «obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada». Así, la Directiva de OPAS establece que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada estará obligado a obtener autorización previa de la Junta general de accionistas antes de emprender cualquier acción que pudiera impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pudiera impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada, lo que supone su expresa admisibilidad, aunque condicionada a dicha autorización previa. Para un mayor desarrollo de ámbito de actuación del órgano de administración de la sociedad afectada nos remitimos al capítulo III de este mismo libro escrito por Ramón Girbau.

## **5. Autorización o denegación de la oferta**

De acuerdo con el art. 17.1 del Real Decreto de OPAS, es competencia de la CNMV el examen del folleto y la documentación presentada y, sobre la base de dicho examen, acordar (i) la solicitud de aportación de la información adicional necesaria; y (ii) la autorización o denegación de la oferta.

El plazo previsto para la emisión del acuerdo de autorización o denegación de la oferta será de 15 días hábiles a partir de la recepción de la solicitud, salvo que se solicite información adicional, en cuyo caso, el plazo comenzará, de nuevo, en el momento en que se facilite la información que haya sido requerida.

El acuerdo de denegación deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de la Ley del Mercado de Valores, el Real Decreto de OPAS o la restante normativa aplicable y pondrá fin a la vía administrativa (en aplicación del art. 16 de la Ley del Mercado de Valores), siendo recurrible ante la jurisdicción contencioso-administrativa.

El acuerdo de autorización o denegación adoptado deberá ser comunicado por la CNMV al oferente, a la sociedad afectada y a las Sociedades Rectoras de las Bolsas o a la Sociedad de Bolsas, así como al Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio y al Consejo General del Notariado.

## **6. Publicidad de la oferta**

La notificación al oferente de la autorización de la oferta supone la obligación para éste de proceder, en el plazo máximo de cinco días hábi-

les, a su difusión pública y general. Los medios previstos por el Real Decreto para dicha difusión, son:

(i) Publicación de anuncios en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME), en el Boletín de Cotización de las bolsas de valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación y, como mínimo, en dos periódicos, uno de ellos de difusión nacional y el otro de entre los de mayor circulación en el lugar del domicilio de la sociedad afectada.

Dichos anuncios deberán contener los datos esenciales de la oferta pública que consten en el folleto e indicarán los lugares en donde dicho folleto y documentación se encuentran a disposición de los interesados. La CNMV podrá exigir la repetición o ampliación de los anuncios.

Los anuncios deberán ajustarse al modelo presentado entre la documentación que debe acompañar al folleto explicativo (véase art. 16.1.c) del Real Decreto de OPAS), siendo de destacar que en los últimos tiempos la CNMV exige anuncios cada vez más completos, con unos niveles de detalle en su contenido que podrían no adecuarse ni a la literalidad ni al espíritu del art. 18.2 del Real Decreto de OPAS que se refiere únicamente a los datos «esenciales» de la oferta. Para conocer los detalles de la oferta está precisamente el folleto explicativo que, además, es hoy en día fácilmente accesible por Internet a través de la página web de la CNMV.

(ii) El oferente, desde el día siguiente de la publicación del primer anuncio, pondrá a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta, así como la documentación que ha de acompañar al mismo (de acuerdo con el art. 16 del Real Decreto de OPAS). Dicha documentación deberá depositarse, al menos, en: (i) Sociedades Rectoras de las bolsas de valores en las que estén admitidos a negociación los valores afectados, (ii) en el domicilio del oferente, (iii) en el de la sociedad afectada, y (iv) en las sociedades o agencias de valores y bolsa que actúen por cuenta del oferente.

De conformidad con el art. 19 del Real Decreto de OPAS, el plazo para la aceptación de la oferta comenzará a contar desde la fecha de publicación del primer anuncio a los que nos hemos referido anteriormente. Dicho plazo no podrá ser superior a dos meses ni inferior a uno.

## **7. El informe del órgano de administración de la sociedad afectada**

El órgano de administración de la sociedad afectada está obligado a redactar y publicar un informe detallado sobre la oferta pública de adquisición con el siguiente contenido mínimo:

(i) Sus observaciones a favor o en contra de la oferta.

(ii) Manifestación expresa de si existe o no algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquélla.

(iii) La opinión de los miembros del órgano de administración respecto de la oferta.

(iv) La intención de aceptar la oferta por parte de aquellos consejeros que sean titulares de valores afectados.

A efectos de emitir y soportar la referida opinión sobre la oferta, es práctica generalizada, siguiendo la costumbre de los países anglosajones, que el Consejo de Administración de la sociedad afectada contrate los servicios de uno o varios bancos de inversión de reconocido prestigio que emitan una *fairness opinion* sobre la oferta.

En cuanto al plazo para difundir el informe del órgano de administración de la sociedad afectada, el apartado 2 del art. 20 del Real Decreto de OPAS establece un plazo máximo de diez días a contar de la fecha de recepción por la sociedad afectada de la comunicación de la CNMV notificando la autorización de la oferta pública. La publicación deberá realizarse en cualquiera de las formas previstas en el art. 18.1 del Real Decreto de OPAS (BORME, boletines de cotización o dos periódicos, entendiéndose que es suficiente que la publicación se realice en uno cualquiera de estos medios y no en todos ellos). En todo caso, el informe se publica en la página web de la CNMV.

No obstante lo anterior, con carácter previo a su publicación, el informe deberá remitirse a (i) la CNMV para su incorporación al expediente de la oferta; y (ii) a los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada.

La redacción y publicación de un informe por parte del Consejo de Administración de la sociedad afectada deberá repetirse en términos similares (salvo en los plazos) en los supuestos de presentación de ofertas competidoras o de una modificación de las condiciones de una oferta ya presentada con anterioridad.

## **8. Modificación de la oferta**

En el Real Decreto de OPAS cabe identificar dos supuestos distintos de modificación de la oferta: (i) la modificación llevada a cabo por el oferente y (ii) la modificación automática.

### *8.1. Modificación llevada a cabo por el oferente*

El Real Decreto de OPAS prevé dos supuestos de modificación de las características de la oferta por el oferente: modificación en cualquier mo-

mento o en el supuesto de ofertas competidoras. Este último supuesto, al que expresamente se refiere el art. 22.7 del Real Decreto de OPAS en sede de «modificación de las características de la oferta», es objeto de estudio detallado en el apartado IV de este capítulo por lo que nos centraremos ahora en el estudio del primero de los supuestos señalados.

(i) Naturaleza jurídica de la modificación de una OPA

Saliendo al paso de las discusiones doctrinales sobre si la modificación constituye una nueva oferta o una mera novación modificativa de la precedente, el Real Decreto de OPAS parece decantarse porque constituye una modificación y ello por los siguientes motivos: (i) el art. 22.1 utiliza términos tales como «modificación», «extensión» y «mejora»; (ii) no se exige la elaboración de un nuevo folleto sino la modificación de las características del existente, y (iii) el apartado 6 del art. 22 establece que, salvo declaración en contrario, «se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta revisada».

(ii) Requisitos sustantivos que ha de respetar la modificación de las características de una oferta

La revisión de las características de una oferta deberá implicar (i) un trato más favorable para los destinatarios de la oferta y (ii) el pleno respeto al principio de igualdad de trato para todos los destinatarios de la oferta que se encuentren en iguales condiciones. Esta última es característica común a todo el sistema de OPAS por lo que no merece aquí mayor comentario.

Por lo que se refiere al primero de los requisitos, es decir, el de un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, se concreta en una mejora de la contraprestación ofrecida o una mejora de la posición de los aceptantes ante un eventual prorrateo.

Dichos requisitos son, por otra parte, comunes a todos los ordenamientos comparados en que se regulan las modificaciones de la oferta. En concreto, el requisito de la mejora está presente en todos ellos, ya sea de forma expresa o tácita.

(iii) Trato más favorable

El Real Decreto de OPAS establece en su art. 22.1 dos supuestos en los que se entiende que hay trato más favorable para los destinatarios de la oferta:

- la extensión de la oferta inicial a un porcentaje superior del capital;
- la mejora de la contraprestación ofrecida.

A este respecto, lo primero que hay que valorar es si nos encontramos ante una relación exhaustiva de supuestos en los que se entiende

que hay trato más favorable o, por el contrario, si se trata de una relación *ad exemplum* y, en consecuencia, si existe la posibilidad de apreciar un trato más favorable en supuestos distintos a los anteriormente señalados.

Pese a la dicción literal y restrictiva del art. 22.1 del Real Decreto de OPAS nos inclinamos por una interpretación amplia y finalista de la norma en el sentido de que los supuestos enumerados en el mencionado artículo no son los únicos y que, por tanto, cabe apreciar otros supuestos de modificación de la oferta que podrían considerarse, en cada caso concreto, un trato más favorable para los destinatarios de la oferta. En todo caso, la mejora siempre deberá respetar el principio de igualdad de trato de todos los titulares de valores afectados.

El primer supuesto, el de extensión de la oferta inicial, supone un trato más favorable por cuanto que reduce el ámbito de potencial aplicación del prorrateo previsto en el art. 29 del Real Decreto de OPAS y, por tanto, da una mayor seguridad a los aceptantes de que podrán vender un mayor número de valores.

Para que se dé esta circunstancia sólo se requiere que se aumente el porcentaje de acciones al que va dirigida la oferta sin que sea necesario que se extienda al 100 por 100 de su capital, cuando ello sea legalmente posible.

En relación con este supuesto, se ha planteado en ocasiones si se considera mejora la reducción del porcentaje de acciones al que se condiciona el éxito de la oferta. Aunque no existe referencia alguna en el Real Decreto de OPAS, entendemos que la contestación ha de ser positiva (CÁRDENAS, p. 104; FERNÁNDEZ ARMESTO y DE CARLOS, p. 567; VALPUESTA, p. 885) toda vez que (i) supone un trato más favorable para los aceptantes que verán disminuidas las posibilidades de que la oferta quede sin efecto por no cumplirse la condición; (ii) supone una interpretación finalista de la norma siempre en el sentido de otorgar el trato más favorable posible a los aceptantes y, (iii) existen precedentes en los que la CNMV ha aceptado este tipo de modificaciones, como el de la OPA sobre Corporación Comercial Cangros en 1997.

Finalmente, en nuestra opinión cabe que la mejora se realice mediante un tipo de contraprestación distinta (dinero o valores) de la original e incluso que dicha contraprestación inicial sea sustituida total o parcialmente por otra de distinta especie. En este supuesto, es previsible que se exija al oferente que aporte el informe de un experto independiente que acredite que la modificación supone un trato más favorable para los accionistas de la sociedad afectada en términos similares a los exigidos por la letra c) del apartado 2 del art. 36 del Real Decreto de OPAS en relación con las ofertas competidoras.

(iv) Tiempo y número de modificaciones admisibles

Las modificaciones de las ofertas pueden realizarse en cualquier momento anterior a los últimos siete días hábiles previstos para su aceptación.

Por otra parte, frente a otras legislaciones como la italiana que limitan a una las modificaciones que pueden hacerse respecto de una oferta, la normativa española no establece número máximo por lo que debería ser admisible la presentación de tantas modificaciones como se quiera. Pese a que con anterioridad a la modificación operada en el régimen de ofertas competidoras por el Real Decreto 432/2003 dicho supuesto podía dar lugar a diversas mejoras en las ofertas difíciles de articular en términos prácticos y que, además, podían alargar el procedimiento con la consiguiente extensión de los plazos de aceptación.

Hoy, con el sistema de subasta en sobre cerrado previsto por el art. 36 del Real Decreto de OPAS no se da dicha situación y, por tanto, no hay razón alguna para negar la posibilidad de que un oferente presente más de una modificación a la oferta.

Además, dicho criterio fue sustentado por la CNMV con ocasión de la famosa, por otras razones, oferta pública de General de Vehículos Industriales (Gevisa) sobre El Encinar de los Reyes en 1992.

(v) Requisitos de la modificación

Los requisitos contenidos en el art. 22 del Real Decreto de OPAS son los siguientes:

- Presentación de la decisión de modificación de la oferta por quien hubiese promovido la inicial mediante documento en el que figuren detalladamente las modificaciones de la oferta.

La presentación de la modificación debe documentarse con referencia expresa «a cada uno de los puntos del folleto inicial a que afecten y con mención detallada y separada de las causas determinantes de la modificación». Además, las modificaciones deberán «describirse con la misma precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados».

Los apartados del folleto que son, normalmente, objeto de modificación son muy limitados y, en concreto, se refieren a los elementos objetivos de la oferta: (a) contraprestación ofrecida por la oferta; (b) si se incluyen valores antes no ofrecidos, deberán incluirse las referencias exigidas a la sociedad emisora; y (c) posible incremento del endeudamiento.

- Aprobación por la CNMV (art. 22.4 del Real Decreto de OPAS).
- Publicación de la modificación en la forma prevista en el art. 18

del Real Decreto de OPAS antes de la finalización del plazo de aceptación de la oferta con la extensión que tuviera con motivo de esta modificación.

(vi) Efectos de la modificación de la oferta

El Real Decreto prevé que la modificación de una oferta tendrá los siguientes efectos:

— Extensión del plazo de aceptación de la oferta. El apartado 3 del art. 22 del Real Decreto de OPAS establece que la presentación de las modificaciones de una oferta supone, automáticamente, la prórroga del período de aceptación en siete días, que han de entenderse naturales.

— Además, la CNMV, si lo considera necesario para el mejor análisis de la modificación presentada podrá «prorrogar adicionalmente el plazo de aceptación de la oferta» con el único requisito de que sea publicado siguiendo el procedimiento previsto en el art. 18 del Real Decreto de OPAS.

— El Consejo de Administración de la Sociedad afectada por la Oferta deberá emitir un informe sobre la modificación presentada con el mismo contenido previsto en el art. 20 del Real Decreto de OPAS.

Sin embargo, frente a los diez días que el Consejo tiene para emitir y publicar su informe inicial ex art. 20, en el caso de modificaciones dicho plazo se reduce a cinco días contados desde que reciba la comunicación relativa a la modificación.

Aunque el art. 22.5 se refiere a dicho plazo únicamente para la emisión del informe, entendemos que la referencia al art. 20 debe entenderse en el sentido de que en dicho plazo deberá efectuarse, igualmente, la publicación del mismo en los términos y por los medios previstos en el citado art. 20.

— En relación con las aceptaciones ya efectuadas, la solución adoptada por el Real Decreto (art. 22.6) es equilibrada (VALPUESTA, p. 894) ya que establece la adhesión de los aceptantes a la oferta modificada, salvo que haya por su parte «una declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos para la aceptación de la primera oferta».

## 8.2. *Modificación automática*

El art. 23.2 del Real Decreto de OPAS establece un supuesto de modificación automática de la oferta. Así, cuando la contraprestación de la

oferta consista exclusivamente en dinero, si el oferente adquiere, desde la presentación de la oferta a la CNMV y hasta la publicación de sus resultados, valores de la sociedad afectada a precio superior al fijado en el folleto o en sus modificaciones, se produce la elevación automática del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos, con las consecuencias que ya hemos comentado en el apartado III.2(b) anterior.

La finalidad de esta previsión es, obviamente, salvaguardar el principio de paridad de trato de todos los titulares de valores de la sociedad afectada.

### 8.3 *Otras modificaciones*

Además del supuesto de las ofertas competidoras comentado en el apartado V siguiente, el art. 19 del Real Decreto de OPAS prevé la posibilidad de ampliación del plazo de aceptación inicialmente fijado sin exceder el de dos meses previsto en el art. 19 del mismo texto.

En efecto, siempre que no se rebase el límite máximo de dos meses, el oferente podrá prorrogar el plazo de aceptación inicialmente concedido, previa autorización de la CNMV y previo anuncio de la prórroga en los mismos medios en los que se hubiera publicado el anuncio de la oferta, con una antelación de, al menos, tres días a la finalización del plazo inicial.

## 9. **Desistimiento y revocación de la oferta**

El art. 24 del Real Decreto, bajo la rúbrica «Desistimiento y cese de efectos de la oferta» y en consonancia con el principio de irrevocabilidad de las ofertas públicas de adquisición de valores anteriormente comentado, establece que el oferente sólo podrá desistir de la misma en los supuestos expresamente contemplados en dicho artículo.

En primer lugar, señalar que el término “desistimiento” debe equipararse al de “revocación”. Además, y en segundo lugar, las excepciones incluidas no guardan la conveniente homogeneidad, toda vez que se incluyen supuestos de incumplimiento de condiciones y revocación de contextos junto con excepciones al principio de irrevocabilidad de las ofertas.

En todo caso, los supuestos en los que cabe el desistimiento del oferente según el art. 24 del Real Decreto de OPAS son los siguientes:

(i) Cuando se presente una oferta competidora, aunque, para ser más precisos y de acuerdo con lo previsto en el art. 36.1 del Real Decreto de

OPAS, la facultad de desistimiento sólo nace cuando se inicia el plazo de aceptación de una oferta competidora (una vez autorizada por la CNMV y publicados los correspondientes anuncios).

(ii) Cuando la Junta general de la sociedad oferente adopte un acuerdo contrario a la propuesta de aumento de capital social, en el caso de que los valores ofrecidos en canje sean de nueva emisión.

Esta causa de desistimiento hace referencia al supuesto previsto en el art. 10.5 del Real Decreto de OPAS de contraprestación consistente, total o parcialmente, en valores a emitir por la sociedad oferente. En este caso, el órgano de administración de la sociedad oferente deberá, dice el mencionado artículo del Real Decreto de OPAS, acordar la convocatoria de la Junta general que habrá de decidir sobre la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación.

El origen de esta norma estuvo en la OPA que el Banco de Bilbao realizó sobre las acciones del Banco Español de Crédito en noviembre de 1987 y que fue denegada por la Junta Sindical de la Bolsa Oficial de Comercio de Madrid en su sesión de 4 de diciembre de 1987 por entender que no se trataba de una oferta irrevocable «ya que depende de la decisión que adopte otro órgano societario, libre y soberano en sus pronunciamientos».

La oposición de una amplia mayoría de la mejor doctrina mercantilista propició la introducción de una norma que permitió la presentación de una oferta condicionada en la práctica a la emisión de acciones para el canje sin que tal condición pueda calificarse como potestativa, habida cuenta de que la Junta general de accionistas, órgano al que corresponde la adopción del acuerdo del aumento de capital, es un órgano distinto del Consejo de Administración al que le corresponde la decisión sobre la formulación de la oferta y la convocatoria de la Junta.

Distinta consideración merece la disciplina que corresponde a la actuación de los administradores de la sociedad que debe ser acorde con la propuesta efectuada y la sanción que pudiera merecer, mercantil o administrativamente, una actuación en otro sentido. A este respecto, en efecto, debe tenerse en cuenta lo dispuesto en el art. 11.4 del Real Decreto de OPAS según el cual, los administradores del oferente deberán actuar, en relación con la Junta general que deba aprobar la emisión de los valores que servirán de contraprestación, de modo no contradictorio con la decisión de formular la oferta.

(iii) Cuando, estando la oferta sujeta al procedimiento ante los órganos españoles de defensa de la competencia, se den algunas de las siguientes circunstancias: el ministro de Economía decida remitir las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia, no hubiera recaído

resolución expresa o tácita antes de la finalización del plazo de aceptación de la oferta o, habiendo recaído ésta no se limitase a autorizar pura y simplemente la operación.

Frente a los supuestos anteriores de revocación de la oferta, el Real Decreto de OPAS en su art. 24.1.d) incluye otro supuesto que no puede ser considerado técnicamente como de desistimiento o revocación sino como supuesto de cesación de efectos de la oferta por razones ajenas a la voluntad del oferente: «Cuando por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse, siempre que se obtenga previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

Como acertadamente ha apuntado VALPUESTA, estamos ante una cláusula de cierre, colocada por ello en la última letra del art. 24.1 del Real Decreto de OPAS, y que tiene un contenido genérico. Su correcta delimitación requiere analizar los siguientes aspectos:

(i) Han de tratarse de circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente. Por oferente ha de entenderse no sólo la persona física o jurídica que presenta la oferta sino también cualquier entidad de su grupo o que actúe en concierto con el oferente.

(ii) La oferta debe resultar imposible, no siendo válida ni suficiente la mera apreciación de dificultades sobrevenidas para el desarrollo o el éxito de la oferta.

(iii) Previa conformidad de la CNMV. La CNMV deberá apreciar las circunstancias concurrentes, su excepcionalidad y su ajeneidad de la voluntad del oferente, para dar su conformidad a la imposibilidad de la oferta.

Un supuesto especial de aplicación de este apartado del art. 24.1 del Real Decreto de OPAS es el derivado de la OPA de exclusión presentada en 2002 por Banesto sobre sus propias acciones. Una vez presentada la oferta y antes de su autorización, Banesto solicitó a la CNMV el desistimiento de la solicitud administrativa de la referida oferta, en atención a las demandas de accionistas minoritarios que reclamaban la permanencia en bolsa y una mayor liquidez de las acciones. La CNMV accedió al desistimiento, pero, para la protección de la integridad, transparencia y formación de los precios del mercado, se exigió que el principal accionista de Banesto (Banco Santander Central Hispano), que se había comprometido a completar una oferta pública de venta para dar liquidez al valor, mantuviese una orden de compra al mismo precio anunciado para la OPA de exclusión durante un mes, con la finalidad de no defraudar las expectativas creadas por la publicación del hecho relevante relativo a la OPA de exclusión y que se facilitase liquidez bursátil a las acciones de Banesto a través de una entidad de contrapartida.

## 10. Aceptación y resultado de la oferta

El capítulo IV del Real Decreto de OPAS, arts. 25 a 30, está dedicado a la aceptación de la oferta y a la liquidación de las operaciones resultantes de dichas aceptaciones, regulando tanto aspectos sustantivos (términos de las declaraciones de aceptación, reglas de distribución y prorrateo, etc.) como formales (forma de las declaraciones de aceptación), procedimentales (publicación del resultado de la oferta) y de información (información sobre las aceptaciones recibidas).

El art. 25 del Real Decreto de OPAS se ocupa de las declaraciones de aceptación, regulando tanto la forma de dichas declaraciones como su contenido.

Las declaraciones de aceptación se podrán realizar a través de cualquier sociedad o agencia de valores y bolsa, debiendo efectuarse de acuerdo con lo señalado en el folleto. A este respecto, lo primero que hay que señalar es que en relación con la referencia a las sociedades o agencias de valores y bolsa es igualmente aplicable el comentario realizado anteriormente en cuanto a las entidades que pueden actuar como representantes del oferente (que el Real Decreto de OPAS, en su redacción literal, también limita a las sociedades o agencias de valores y bolsa) de tal forma que, hoy en día, puede admitirse que las declaraciones de aceptación podrán realizarse a través de cualquier miembro de una bolsa de valores.

Por otra parte, las declaraciones de aceptación se deberán efectuar de acuerdo con lo señalado en el folleto y, así, el apartado III.b) del número 1 del art. 15 del citado Real Decreto incluye entre la información del folleto la relativa a las «formalidades que deben cumplir los destinatarios de la oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en el que recibirán la contraprestación». Al amparo de los preceptos citados, los folletos explicativos suelen incluir, con una redacción muy similar (se trata casi de cláusulas de estilo que se repiten en todos los folletos), las siguientes previsiones:

(i) Que el miembro de bolsa a través del cual se curse una declaración de aceptación responderá de la titularidad y tenencia de los valores a los que se refiera la declaración de aceptación, así como de la inexistencia de cargas y gravámenes o derechos de terceros que limiten los derechos políticos o económicos de dichas acciones o su transmisibilidad.

(ii) Que la declaración de aceptación deberá incluir todos los datos identificativos exigidos por la legislación vigente para este tipo de operaciones (en particular, nombre y apellidos o denominación social del aceptante, dirección y DNI, NIF, NIE o número de pasaporte y nacionalidad).

(iii) Que las declaraciones de aceptación deberán ir acompañadas de documentación suficiente que acredite la titularidad, tenencia y disponibilidad de las acciones.

Continuando con los aspectos formales y procedimentales, el art. 25.1 del Real Decreto de OPAS señala que los miembros del mercado comunicarán, al día siguiente, a las respectivas sociedades rectoras las declaraciones de aceptación, y al oferente a través de los representantes designados en el folleto.

En cuanto al contenido de la aceptación, el apartado 2 del art. 25 del Real Decreto de OPAS establece que las declaraciones de aceptación serán irrevocables, careciendo de validez si se sometieran a condición.

Una vez transcurrido el plazo de aceptación señalado en el folleto o el que resulte de su prórroga o modificación se inicia un procedimiento que, en el supuesto de que la oferta tenga éxito, lleva a la liquidación de la misma, conforme al procedimiento que se expone a continuación de acuerdo con los arts. 27 y 28 del Real Decreto de OPAS:

(i) En el plazo, que no excederá de cinco días a contar desde la finalización del plazo de aceptación, las Sociedades Rectoras deberán comunicar a la CNMV el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas. Obviamente, aunque no se diga expresamente, deberán tenerse en cuenta a estos efectos únicamente las declaraciones de aceptación que se ajusten a lo dispuesto en el apartado 2 del art. 25 del Real Decreto de OPAS (declaraciones de aceptación irrevocables no sometidas a condición) y que se hayan realizado en los términos previstos en el apartado 1 del mismo artículo y de acuerdo con lo señalado en el folleto, pues de lo contrario las declaraciones de aceptación carecerán de validez o se tendrán por no presentadas, no pudiendo por lo tanto computarse a ningún efecto.

(ii) Conocido por la CNMV el total de aceptaciones, ésta comunicará a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que estén admitidos a negociación los valores y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, al oferente y a la sociedad afectada, el resultado positivo o negativo de la oferta, según se haya alcanzado o no el número mínimo de títulos señalados en la oferta.

(iii) Finalmente, las Sociedades Rectoras publicarán dicho resultado, con su alcance concreto, al día siguiente en el Boletín de Cotización, iniciándose a partir de este momento, en caso de que la oferta hubiera alcanzado un resultado positivo, el procedimiento de liquidación.

A este respecto debe tenerse en cuenta, y así se hace constar en multitud de folletos, que por fecha de publicación del resultado de la oferta en el Boletín de Cotización se entenderá la fecha de la sesión a la que se refiere el boletín en el que aparezca el resultado. Así, si el resultado de la oferta

aparece publicado en el Boletín de Cotización que se distribuye el día X pero se refiere a la sesión bursátil del día X-1, se entenderá que la fecha de publicación a estos efectos y, por tanto, la fecha de operación bursátil es el día X-1.

## 11. Resultado positivo de la oferta

### 11.1. *Distribución y prorrateo*

Como consecuencia de la existencia de supuestos en los que es posible que la oferta pública de adquisición de valores no se dirija al 100 por 100 de los valores afectados sino sólo a una parte de los mismos (dando lugar a lo que se conoce como una "oferta parcial"), cabe la posibilidad de que el número de valores incluidos en las declaraciones de aceptación exceda del número de valores que el oferente ha ofrecido comprar.

En estos casos es necesario proceder a una distribución y prorrateo, para lo que el Real Decreto de OPAS ha establecido en su art. 29 unas reglas precisas.

Así, cuando el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación hubiese superado el límite máximo de la oferta, las operaciones de prorrateo se aplican en dos tramos:

#### (i) Prorrateo lineal:

La primera parte del prorrateo se realiza mediante una distribución lineal, adjudicando a cada aceptación un número igual de títulos, que será el que resulte de dividir el 25 por 100 del total de la oferta entre el número de aceptaciones.

Las aceptaciones que se hubiesen realizado por un número inferior al mencionado en el párrafo precedente se atenderán íntegramente.

#### (ii) Prorrateo proporcional:

En una segunda fase se procede a la distribución del exceso, que se realizará de forma proporcional al número de valores comprendidos en cada aceptación. En este punto, la duda surge sobre si para calcular el mencionado «número de valores comprendidos en cada aceptación» se tienen en cuenta o no los valores adjudicados por el sistema de prorrateo lineal. Si bien el Real Decreto de OPAS no tiene solución expresa a esta cuestión, entendemos que la segunda solución es la que mejor se acomoda al espíritu de la norma.

A efectos de evitar fraudes a la aplicación de este método de prorrateo, el art. 29.1 del Real Decreto de OPAS establece que se «considerará

como una sola aceptación las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente, una sola persona física o jurídica».

El apartado 2 del mencionado art. 29 encomienda a las Sociedades Rectoras la labor de coordinar sus actuaciones para determinar el número de valores que haya de ser adjudicado a cada aceptación en los casos en que, debiendo aplicarse las reglas de distribución y prorrateo, los valores objeto de la oferta estén admitidos a negociación en varias bolsas.

Finalmente señalar que en los supuestos de ofertas parciales como consecuencia de una operación de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias por la sociedad cotizada para su amortización (art. 170 de la Ley de Sociedades Anónimas), la CNMV entiende aplicable con preferencia el régimen de prorrateo proporcional previsto en la Ley de Sociedades Anónimas, distinto al contemplado en el Real Decreto de OPAS (véase Memoria de la CNMV del ejercicio 2003 en relación con la OPA formulada por Corporación Financiera Alba sobre sus propias acciones en dicho ejercicio con posterior amortización y reducción de capital).

### 11.2. *Procedimiento de liquidación de la oferta*

Una vez finalizado el plazo de aceptación y comprobado que la oferta ha tenido éxito o, cuando ello no sea el caso, que el oferente ha desistido de la condición, se produce la liquidación de la oferta en los términos del art. 28 del Real Decreto de OPAS.

De acuerdo con dicho precepto, cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidará la oferta por el procedimiento establecido para ello por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Hoy, la referencia al SCLV debe entenderse realizada a IBERCLEAR, realizándose la liquidación en el plazo de tres días hábiles a efectos bursátiles a contar desde la fecha de la correspondiente operación bursátil.

En cuanto a la fecha de operación bursátil, el art. 28.1 en su inciso final señala que será el día de publicación del resultado de la oferta en el Boletín de Cotización. Tal y como se ha comentado anteriormente, dicha fecha corresponde a la fecha de la sesión a la que se refiere el Boletín en el que aparezca el resultado de la oferta.

Por el contrario, cuando la oferta se haya formulado total o parcialmente como permuta y por la parte de la contraprestación consistente en valores existentes o de nueva emisión, el Real Decreto de OPAS se limita a remitirse a lo que establezca al respecto el folleto explicativo de la oferta.

A este respecto, debe tenerse en cuenta que, obviamente, el procedimiento no será igual si la contraprestación consiste en valores existentes

o de nueva emisión pues, en este último caso, será necesario igualmente cumplir con todos los requisitos formales relativos a la emisión de los nuevos valores, incluyendo la inscripción de los mismos en el Registro Mercantil y en el registro de anotaciones en cuenta a cargo de IBERCLEAR.

## **12. Resultado negativo de la oferta**

En caso de resultado negativo de la oferta, por no alcanzarse el número mínimo de valores al que se hubiera condicionado o, en general, por no haberse cumplido las condiciones impuestas, y siempre que, obviamente, el oferente no haya renunciado a las condiciones incumplidas en los términos del art. 24.2 del Real Decreto de OPAS, la oferta quedará sin efecto, con las dos consecuencias que se señalan a continuación, de acuerdo con el art. 30 del Real Decreto de OPAS:

(i) En primer lugar, las entidades o personas que hubieran recibido las aceptaciones por cuenta del oferente estarán obligadas, a costa del oferente, a la devolución de los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que les hubieran sido entregados por los aceptantes.

(ii) Por otro lado, se impone al oferente, las sociedades de su grupo, los miembros de su órgano de administración, su personal de alta dirección y quienes hayan promovido la oferta en su propio nombre pero por cuenta del oferente o de forma concertada con ésta, una obligación de abstención consistente en no poder promover otra oferta pública de adquisición respecto de los mismos valores hasta transcurridos seis meses, contados a partir de la fecha de publicación del resultado de la oferta que quedó sin efecto, ni, lógicamente y en consecuencia, adquirir valores durante dicho período en cuantía que determine la obligación de formularla.

## **V. OFERTAS COMPETIDORAS**

### **1. Régimen jurídico de las ofertas competidoras**

La necesidad de dotar a las ofertas competidoras de una regulación positiva ha sido objeto de atención desde las primeras propuestas de Directiva comunitaria sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores así como en la normativa española sobre la materia.

A este respecto, la Directiva de OPAS establece en su considerando 22 que es necesario que los Estados miembros establezcan normas que contemplen la posibilidad de ofertas competidoras por los valores de una sociedad. En su desarrollo normativo, el art. 13 establece que «los Estados

miembros establecerán asimismo normas que regulen las ofertas como mínimo en los siguientes ámbitos: (...) d) ofertas competidoras».

Destaca, sin embargo, la ausencia de un desarrollo más extenso de dicho régimen en la Directiva de OPAS, dejando libertad (obviamente, en el marco de los principios de la Directiva) a los Estados miembros para establecer el régimen de ofertas competidoras que tengan por conveniente.

Nuestro derecho se ocupa del régimen de las ofertas competidoras en el capítulo V del Real Decreto de OPAS (arts. 31 a 36).

A este respecto, cabe destacar que sigue siendo válida la clasificación de los motivos para realizar una oferta competidora que ya recogiera el profesor ZURITA en 1980 (ZURITA, p. 341).

(i) Evitar que el primer oferente adquiriera el control de la sociedad afectada.

(ii) Como medida de defensa de los administradores de la sociedad afectada.

(iii) Aprovechar una oportunidad de negocio desvelada al mercado por el primer oferente en la medida en que la toma de control de la sociedad afectada se revele como una buena operación en términos económicos.

Sin embargo, dicha clasificación conceptual debe ser analizada detalladamente a la luz de la normativa mercantil española:

(i) Evitar que el primer oferente adquiriera el control de la sociedad afectada.

Se trata del supuesto más común de oferta competidora que se ha presentado en España desde la entrada en vigor del Real Decreto de OPAS y aun antes (J. SÁNCHEZ CALERO, p. 593).

El nuevo oferente puede ser (i) un accionista de la sociedad afectada ajeno a la oferta inicial o, si coexisten varias, a una de las anteriores; o (ii) un tercero que pertenece al sector de actividad de un oferente anterior o de la sociedad y que tiene un interés económico en que dicho oferente no alcance una mejor posición en detrimento de la suya.

(ii) La OPA competidora como medida defensiva del órgano de administración de la sociedad afectada.

Esta finalidad de la oferta competidora ha de modularse con la regla de pasividad establecida por el art. 14 del Real Decreto de OPAS que delimita las posibilidades de actuación del órgano de administración de la sociedad afectada sobre la base de los deberes que deben guiarla: (i) deben, en todo momento, hacer prevalecer los intereses de los accionistas

sobre los suyos propios; y (ii) se abstendrán de realizar cualquier operación que tenga por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta.

En desarrollo de dichos principios y, entre las conductas expresamente prohibidas, el apartado b) del art. 14.1 del Real Decreto de OPAS prohíbe «efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta».

De la interpretación de la citada prohibición a la luz de los principios que deben guiar la conducta de los administradores de la sociedad afectada, cabe concluir que serán contrarios al art. 14 los «conceptos defensivos realizados tras la publicación de la suspensión de la negociación y con la finalidad de perturbar la oferta, y todos aquellos que puedan calificarse de extraordinarios».

Además, es necesario señalar que la adquisición de las acciones emitidas por la propia sociedad está limitada por la Ley de Sociedades Anónimas y por el propio Real Decreto de OPAS. En concreto, los arts. 7 y 9 del Real Decreto de OPAS regulan dos supuestos en los que procede la realización de una oferta pública de adquisición de acciones por la propia sociedad afectada, a saber, en caso de exclusión de la negociación de las acciones y en caso de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, respectivamente.

Por lo que se refiere a la Ley de Sociedades Anónimas, su art. 75 en relación con su disposición adicional primera, limita a un porcentaje del 5 por 100 sobre el capital el número de acciones en autocartera (acciones propias y de su sociedad dominante que pueden ser mantenidas por la sociedad y sus filiales). Dicha limitación hace que, junto con la regla de pasividad anteriormente expuesta, carezca de virtualidad práctica que las ofertas competidoras se formulen por la propia sociedad o sus filiales con finalidad determinada.

No obstante lo anterior, y pese a las discrepancias doctrinales que ha suscitado, hoy es predominante la opinión, que compartimos, que defiende la posibilidad de que los administradores de la sociedad soliciten a un tercero (*caballero blanco*) la formulación de una oferta competidora. Posibilidad admitida, además, expresamente por la Directiva Comunitaria (art. 9).

A dicha oferta no le serán aplicables las reglas limitativas de la Ley de Sociedades Anónimas, salvo que se trate de una actuación realizada en fraude de ley. Es decir, salvo que el tercero buscado para la presentación de la oferta actúe, en realidad, en nombre propio pero por cuenta de la sociedad afectada.

(iii) Aprovechar una oportunidad de negocio desvelada al mercado por el primer oferente en la medida en que la toma de control de la sociedad afectada se revele como una buena operación en términos económicos.

Se trata de un supuesto cuya única diferencia con el primero es el distinto interés del oferente toda vez que, en este caso, no se tratará de impedir que otro oferente tome una posición de predominio en un determinado sector sino de buscar la rentabilidad económica asociada a la toma de control de la sociedad afectada.

## **2. Concepto de oferta competidora; el oferente**

El art. 31 del Real Decreto de OPAS conceptúa la oferta competidora como aquella que reúne los tres requisitos siguientes:

- (i) Que afecta a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la CNMV otra oferta pública de adquisición.
- (ii) Que el plazo de aceptación de dicha oferta no esté finalizado.
- (iii) Que la oferta reúna los restantes requisitos exigidos por el art. 33 del Real Decreto de OPAS que se comentan en detalle en el siguiente apartado 4(c).

Al margen de lo anterior, y más allá del estricto cumplimiento de la dicción literal del Real Decreto de OPAS (y, en particular, de los referidos requisitos del art. 33), creemos que una oferta competidora, para ser admisible, debe también ser viable en sus propios términos.

En cuanto al oferente, al igual que en las ofertas públicas de adquisición originarias, las ofertas competidoras pueden ser presentadas por cualquier persona física o jurídica. Sin embargo, el art. 32.2 del Real Decreto de OPAS establece una limitación subjetiva específica para este supuesto consistente en que «las personas que actúen de forma concertada con el oferente o pertenezcan a su mismo grupo, y aquéllos que de forma directa o indirecta actúen por cuenta de él» no podrán presentar una oferta competidora. Esta limitación tiene su fundamento en la prevención que tiene el Real Decreto respecto de la posibilidad de que un mismo oferente, considerado ampliamente, presente ofertas contra sí mismo (J. SÁNCHEZ CALERO, p. 618). En cuanto a los conceptos de grupo y actuación concertada, nos remitimos a lo comentado en el capítulo anterior de esta obra.

## **3. Plazo, objeto, extensión y plazo de aceptación de la oferta competidora**

### *3.1. Plazo de presentación*

Cualquier oferta competidora deberá presentarse antes de transcurridos los diez días naturales siguientes al inicio del plazo de aceptación de

la última oferta precedente, siempre «que no hayan transcurrido más de 30 días naturales del inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial».

De esta forma, el apartado (a) del art. 31 del Real Decreto de OPAS establece un doble límite temporal:

(i) Por un lado, un plazo de 10 días naturales desde el inicio del plazo de aceptación de la última oferta precedente. A este respecto, hay que tener en cuenta que el inicio del período de aceptación de una oferta se produce ex art. 19 del Real Decreto de OPAS con la publicación del primer anuncio de la oferta previamente autorizada por la CNMV por lo que, dado que el plazo de aceptación de cada oferta no podrá ser inferior a un mes ni superior a dos, el plazo para la presentación de ofertas competidoras es siempre inferior al plazo de aceptación de la oferta precedente.

(ii) Por otro lado, el Real Decreto de OPAS establece un segundo límite de 30 días naturales a contar desde el inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial, por lo que en caso de que con anterioridad a la oferta competidora se haya presentado más de una oferta, el plazo de diez días puede verse reducido aun más por el juego de este segundo límite.

La *ratio legis* de los plazos incluidos en dicho precepto está, por un lado, en el importante efecto que las ofertas competidoras pueden tener, como luego se comentará, en relación con las aceptaciones de las ofertas previamente presentadas y, en segundo lugar, en la voluntad de no prolongar excesivamente el proceso de ofertas competidoras por los evidentes perjuicios que esta situación de pendencia podría suponer para la sociedad afectada.

Los plazos anteriormente señalados son plazos máximos para la admisión de una oferta competidora, pero, obviamente, no se establecen plazos mínimos por lo que, de acuerdo con la definición general de oferta competidora, ésta podrá presentarse desde el mismo momento en que se haya presentado (aunque esté pendiente de autorización y/o de publicación de los anuncios) otra oferta precedente.

Este supuesto, sin embargo, plantea el problema de que los oferentes siguientes no pueden conocer, más allá de los términos del hecho relevante publicado con ocasión de la presentación de la oferta original, de forma completa las características de la oferta o las ofertas precedentes y, por tanto, conocer si su oferta reúne la totalidad de los requisitos necesarios para que, según el capítulo IV del Real Decreto de OPAS, constituya una oferta competidora, aunque lo normal es que en el referido hecho relevante se dé información básica suficiente (extensión de la oferta, contraprestación ofrecida y número mínimo de valores a cuya adquisición se condicione) para realizar una evaluación preliminar de dichos requisitos.

En todo caso, esta cuestión está expresamente prevista en el apartado 3 del art. 32 del Real Decreto de OPAS que dispone que si una oferta competidora se presentara antes de la publicación de los anuncios de una oferta previa, la CNMV se lo hará saber al nuevo oferente, manifestándole que la suya quedará sometida al régimen propio de las ofertas competidoras y suspenderá su tramitación hasta la autorización de la oferta previa.

Una vez autorizada la oferta previa y publicados los correspondientes anuncios, la CNMV dará un plazo de diez días al nuevo oferente para ratificar las condiciones de su oferta competidora o, cuando fuera necesario, mejorarla en la forma que determina el artículo siguiente.

### 3.2. *Extensión y contraprestación*

La oferta competidora debe dirigirse, al menos, al mismo número de valores que la oferta precedente y ofrecer una contraprestación al menos igual a la de la última oferta precedente.

Sin embargo, lo anterior no es suficiente y el Real Decreto de OPAS exige, además, que la oferta competidora no sólo iguale sino también mejore la oferta precedente, a cuyos efectos tiene dos posibilidades:

- (i) Elevación del precio o del valor de la contraprestación ofrecida.

La opción concedida por el Real Decreto de OPAS es consistente con la posibilidad ya comentada y prevista en el art. 10 del referido cuerpo normativo, de que la contraprestación ofrecida sea en dinero o mediante permuta de títulos emitidos por la propia sociedad oferente o por una tercera entidad, o mixta, p. ej., mediante una combinación de alguna de las anteriores, posibilidad que es expresamente reiterada en el apartado (c) del referido art. 33 del Real Decreto de OPAS al establecer, en referencia a las ofertas competidoras, que «las contraprestaciones podrán adoptar cualquiera de las modalidades previstas en el art. 10».

La constatación de que se ha producido una mejora en el precio, cuando la contraprestación es dineraria será sencilla. Sin embargo, cuando se trata de una contraprestación total o parcialmente en especie, dicha comparación será más complicada. Por ello, en este supuesto, el Real Decreto de OPAS exige que, junto a la oferta, se presente a la CNMV un informe de un experto independiente que acredite que mejora la última precedente.

Al no establecer nada sobre la forma de designación del experto independiente, entendemos que corresponderá al oferente su nombramiento y contratación, sin perjuicio de lo cual dicha designación estará sometida al control de la CNMV en supuestos, por ejemplo, en que resulte evidente que no existe independencia entre el oferente y el experto, como sería el

caso si el oferente designase como experto a una sociedad de su mismo grupo.

(ii) Extensión de la oferta a un número de valores superior al de la precedente.

El Real Decreto de OPAS considera igualmente que se produce una mejora de la oferta precedente si la competidora se dirige a un número de valores superior al de aquélla, siempre que se mantenga el precio o valor (que no necesariamente la naturaleza) de la contraprestación de la oferta precedente.

En este supuesto si, por ejemplo, la oferta precedente se dirigiese a un 10 por 100 de las acciones con derecho a voto de la sociedad afectada, se considerará mejora la mera extensión del porcentaje al que se dirige la oferta por encima del 10 por 100.

Con carácter adicional, hay que tener en cuenta que el Real Decreto de OPAS prevé que no se considerará que existe mejora y, por tanto, la oferta no podrá ser presentada y autorizada como oferta competidora, cuando la efectividad de la misma quede condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que la última oferta precedente.

Por tanto si, por ejemplo, la última oferta precedente estuviera condicionada a su aceptación por un 51 por 100 del capital social de la sociedad afectada, ninguna oferta competidora podrá condicionarse a su aceptación por, por ejemplo, el 75 por 100 del capital social. Cualquier oferta competidora sólo podrá condicionarse a su aceptación por un porcentaje del 51 por 100 o inferior del capital social de la sociedad afectada.

### 3.3. *Plazo de aceptación*

El plazo de aceptación de la oferta competidora debe ser de un mes contado desde la publicación del primer anuncio de la oferta competidora previsto en el art. 18 del Real Decreto de OPAS. El segundo o sucesivos oferentes no tendrán, por tanto, la posibilidad de establecer un plazo de aceptación de hasta dos meses como en el caso del primer oferente ex art. 19 del Real Decreto de OPAS.

Sin embargo, y como excepción, cuando la contraprestación de la oferta competidora consista, total o parcialmente, en valores a emitir por la sociedad oferente, la necesidad de convocatoria de Junta general de accionistas y los plazos legales (véase art. 97 de la Ley de Sociedades Anónimas) para su celebración exigen la ampliación del referido plazo y, por ello, el art. 33.d) del Real Decreto de OPAS establece que el plazo de aceptación de la oferta competidora se prorrogará en la forma establecida en su art. 10.5.

En efecto, tal y como anteriormente se ha comentado, el anuncio de convocatoria de la Junta que haya de aprobar la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación deberá ser publicado en el mismo plazo que establece el art. 18 del Real Decreto de OPAS para la difusión del contenido de la oferta (cinco días hábiles siguientes a la notificación de la autorización de la oferta) para su celebración, en primera convocatoria, el decimoquinto día a partir del día siguiente al de la publicación de los anuncios. Entre la primera y la segunda convocatoria no deberá mediar, además, un plazo superior a cuarenta y ocho horas. El plazo de aceptación, en este caso, se ampliará en quince días a partir de la celebración de la Junta general que apruebe el aumento de capital.

Por último, señalar que en el supuesto de que el plazo de aceptación de la oferta precedente termine con posterioridad al de la oferta competidora, el último inciso del art. 33.d) del Real Decreto de OPAS establece la prórroga automática del plazo de aceptación de la oferta competidora hasta la terminación del plazo de aceptación de la precedente. Este supuesto, obviamente, sólo podrá darse cuando la oferta original hubiera señalado un plazo de aceptación superior a un mes.

#### **4. Autorización de la oferta competidora; efectos**

La oferta competidora deberá reunir los requisitos y seguir, en su presentación y tramitación (incluyendo documentación de la oferta, autorización, publicidad, etc.) el procedimiento previsto con carácter general en el Real Decreto de OPAS, sin perjuicio de las normas específicas previstas en el capítulo IV para las ofertas competidoras.

En particular, cualquier oferta competidora deberá ser autorizada por la CNMV conforme a lo previsto en los arts. 32.1 y 17 del Real Decreto de OPAS. Una vez autorizada, el oferente deberá dar publicidad a la misma en los términos del art. 18.1 del Real Decreto de OPAS anteriormente comentado, lo que determina el inicio del plazo de aceptación.

El inicio del plazo de aceptación de una oferta competidora tiene los siguientes efectos:

(i) Conforme a lo previsto en el art. 34 del Real Decreto de OPAS, las declaraciones de aceptación que se hubieran producido con respecto de la oferta u ofertas anteriores podrán ser revocadas.

Nótese que el Real Decreto de OPAS no prevé una revocación automática de las aceptaciones precedentes sino sólo una potestad de los titulares de valores afectados que ya hubiesen aceptado alguna oferta precedente de revocar su aceptación.

(ii) El plazo de aceptación de las ofertas precedentes (salvo que se produzca un desistimiento de las mismas) se prorrogará automáticamente hasta la expiración del plazo de aceptación de la última oferta competidora (art. 35 del Real Decreto de OPAS).

(iii) Finalmente, el art. 36.1 del Real Decreto de OPAS establece que el inicio del plazo de aceptación de una oferta competidora permitirá a los oferentes de las precedentes desistir de ellas.

Dicho desistimiento deberá producirse tan pronto como se adopte la decisión y, en todo caso, antes de los últimos siete días del plazo de aceptación que resulte aplicable.

La decisión de desistir deberá comunicarse dentro de dicho plazo a la CNMV y anunciarse por los medios establecidos en el art. 18 del Real Decreto de OPAS.

## **5. Procedimiento de subasta en sobre cerrado**

El Real Decreto 432/2003 introdujo una modificación sustancial en el régimen de las ofertas competidoras al modificar el art. 36 del Real Decreto de OPAS.

Hasta ese momento, el Real Decreto de OPAS otorgaba al primer oferente una ventaja estratégica frente al resto de oferentes consistente en la posibilidad de realizar la última mejora posible en el proceso de ofertas competidoras, una vez conocidas las posiciones definitivas de los restantes oferentes.

Para evitar este efecto, discutido por la doctrina pero que nosotros defendemos como vía para compensar los mayores costes que supone la presentación de la primera oferta sobre una sociedad, el Real Decreto 432/2003 modificó sustancialmente el art. 36 del Real Decreto de OPAS y estableció un mecanismo de subasta en sobre cerrado al que deberá acudir cualquier oferente que pretenda mejorar su oferta. Nótese que el Real Decreto de OPAS no prohíbe la modificación de las características de las ofertas en competencia; sin embargo, la redacción del art. 36 del referido texto legal lleva a la conclusión de que una vez presentada una oferta competidora, cualquier modificación de las ofertas deberá realizarse necesariamente a través del procedimiento en sobre cerrado.

Dicho procedimiento consiste, básicamente, en lo siguiente: una vez iniciado el plazo de aceptación de la última oferta competidora posible o transcurrido el plazo para su presentación, cualquier oferente podrá modificar sus condiciones siempre que cumplan los siguientes requisitos,

adicionales a los necesarios para que una oferta tenga la condición de competidora ex art. 33 del Real Decreto de OPAS.

(i) Que la modificación sea presentada ante la CNMV el quinto día hábil a efectos bursátiles en sobre cerrado.

La modificación pues, debe realizarse en sobre cerrado y, además depositarse un día concreto (el quinto día a efectos bursátiles), no durante un plazo.

Para evitar suspicacias, en la práctica, la CNMV ha requerido a todos los oferentes que concurran en ese momento y no hayan retirado su oferta, que presenten un sobre cerrado ante la CNMV en la fecha indicada, aunque el mismo carezca de cualquier contenido. Así se ha producido en los casos que ha habido hasta la fecha (OPAS sobre Aldeasa y Cortefiel, ambas en 2005).

(ii) Recibidas las nuevas ofertas, la CNMV acordará la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores afectados por la oferta.

(iii) No más tarde del día hábil siguiente a efectos bursátiles a aquel en que se acuerde la suspensión de la cotización, la CNMV procederá a la apertura de los sobres, comunicará sus condiciones a todos los oferentes y al mercado mediante hecho relevante en el que indicará qué ofertas modificadas serán tramitadas por reunir los requisitos establecidos.

En los dos días hábiles siguientes a la citada comunicación, cada oferente deberá acreditar ante la CNMV la garantía complementaria que, en su caso, proceda.

(iv) Una vez notificada al oferente la autorización, éste deberá proceder a la difusión de las nuevas condiciones de la oferta en los términos previstos en el art. 18 del Real Decreto de OPAS. De ser varios los oferentes que introduzcan modificaciones, tanto la autorización como la difusión de las nuevas condiciones deberán producirse en las mismas fechas.

Autorizadas las modificaciones por la CNMV y difundidas las nuevas condiciones públicamente en la forma expuesta, se producen los dos efectos siguientes:

- Las declaraciones de aceptación que se hubieran producido con respecto a la oferta u ofertas anteriores podrán ser revocadas. Nuevamente, nótese que no se produce una revocación automática sino que se otorga a los aceptantes la posibilidad, si lo desean, de revocar su aceptación. De hecho, el Real Decreto de OPAS establece expresamente en su art. 36.9 que se entiende que los destinatarios de las ofertas que las hubieran aceptado con anterioridad a sus modificaciones, se adhieren automáticamente a las respecti-

vas ofertas modificadas salvo, lógicamente, que hagan uso de su derecho de desistimiento.

- Por otro lado, el plazo de aceptación de las ofertas competidoras deberá extenderse hasta los 15 días naturales siguientes a la publicación de los anuncios de las nuevas condiciones.

El art. 36 del Real Decreto de OPAS no regula de forma expresa la posibilidad de que, una vez difundidas las condiciones de las nuevas ofertas formuladas en sobre cerrado, aquellas que no ofrezcan el mejor precio puedan desistir. Sin embargo, estimamos que dicha posibilidad debería admitirse sin problemas por aplicación analógica de lo dispuesto en el apartado 36.1 del mismo texto legal al existir identidad de razón. En todo caso, ésta parece ser la interpretación de la CNMV que ha admitido la posibilidad de que las ofertas no ganadoras desistiesen tras la finalización de dicho procedimiento (Aldeasa y Cortefiel en 2005).

Finalmente, señalar que el órgano de administración de la sociedad afectada tiene la obligación de emitir un informe, en los términos previstos en el art. 20 del Real Decreto de OPAS, sobre las ofertas modificadas, si bien el plazo para la publicación del mismo será de cinco días naturales, y no de diez como en los restantes casos, contados a partir de la fecha en que reciba la comunicación relativa a la autorización de las modificaciones.

## VI. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DERECHO DE LA COMPETENCIA

Las ofertas públicas de adquisición de acciones pueden y, de hecho, frecuentemente dan lugar a concentraciones de empresas en el sentido que da a dicho término el derecho de la competencia, por lo que, tal y como señala la breve exposición de motivos del Real Decreto de OPAS, «el régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición no quedaría suficientemente abordado y regulado si no se contemplasen en él las necesarias previsiones del desarrollo de nuestra normativa interna de defensa de la competencia».

Como consecuencia de lo anterior, el capítulo VI del Real Decreto de OPAS (arts. 37 y 38) regula los efectos de los procedimientos ante las autoridades españolas y comunitarias de defensa de la competencia, estableciéndose de esta forma dos procedimientos paralelos (el propio régimen de la oferta pública y el procedimiento de defensa de la competencia) con plazos no coincidentes y una coordinación no siempre acertada, principalmente en supuestos de ofertas competidoras en los que se produce una gran incertidumbre en cuanto al funcionamiento práctico de ambos procedimientos.

A este respecto, la única norma de coordinación es el apartado 9 del art. 37 del Real Decreto de OPAS que dispone que en caso de que con una oferta inicial que sea una concentración económica concorra otra oferta que no lo sea, se suspenderá la tramitación de ésta hasta que no se publique la precedente. Sin embargo, la norma no clarifica qué impacto tiene en los plazos cuando se da una oferta inicial que no tiene la calificación de concentración económica con una oferta posterior que sí la tiene.

## **1. Procedimiento ante las autoridades españolas de defensa de la competencia**

El art. 37.1 del Real Decreto de OPAS establece la obligación del oferente de notificar la operación al Servicio de Defensa de la Competencia como muy tarde dentro de los cinco días siguientes a la presentación de la solicitud de autorización de la oferta ante la CNMV, siempre que concurren los supuestos del art. 14 de la Ley de Defensa de la Competencia.

No obstante lo anterior, si el oferente no presenta la referida notificación pero la CNMV estima que pueden concurrir las circunstancias previstas en el art. 14 de la Ley de Defensa de la Competencia para calificar la operación de concentración empresarial, ésta deberá poner la oferta en conocimiento del Servicio de Defensa de la Competencia, a efectos de que este organismo, de estimarlo oportuno, requiera al oferente la presentación de la notificación. En este caso, de acuerdo con la Ley de Defensa de la Competencia, como se ocupa de recordar el apartado 5 del art. 37 del Real Decreto de OPAS, no cabe la autorización tácita por silencio positivo.

Una vez sentados los presupuestos anteriores, el art. 37 del Real Decreto de OPAS no regula ni entra en modo alguno en el procedimiento de defensa de la competencia, sino que se limita a determinar los efectos sobre la oferta de cada uno de los hitos que se pueden producir durante dicho procedimiento, a saber: presentación de la notificación ante el Servicio de Defensa de la Competencia; remisión del expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia y resolución del Gobierno.

### *1.1. Presentación de la notificación ante el Servicio de Defensa de la Competencia*

De acuerdo con la Ley de Defensa de la Competencia (art. 15.2) la operación de concentración no podrá llevarse a efecto, ni antes de ser notificada, ni antes de que la Administración manifieste, de forma expresa o presunta, su no oposición a la misma o la subordine a la observancia de condiciones determinadas.

Por ello, cuando una operación de concentración se materialice mediante la formulación de una oferta pública de adquisición, una vez autorizada por la CNMV, no se podrán publicar los anuncios de la oferta ni podrá comenzar el plazo de aceptación en tanto no recaiga la autorización expresa o tácita de la Administración.

No obstante lo anterior, la suspensión de la ejecución de la operación podrá levantarse en los términos previstos en el tercer párrafo del art. 15.2 de la Ley de Defensa de la Competencia: en efecto, el ministro de Economía, en la resolución que acuerde la remisión del expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia, podrá levantar la suspensión de la ejecución de la operación, a propuesta del Servicio de Defensa de la Competencia y a petición del notificante, previa ponderación de los perjuicios que de la suspensión se puedan derivar para la operación y de los que de su ejecución se puedan generar para los competidores o para la libre concurrencia.

En el supuesto de que se autorizase el levantamiento de la suspensión, lo que, como hemos visto, sólo podrá ocurrir si se acuerda la remisión del expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia, la oferta podrá continuar y se podrá proceder a la publicación de los anuncios de la oferta (una vez que la misma haya sido autorizada por la CNMV) y al inicio del plazo de aceptación, si bien se entenderá que la oferta quedará sometida a condición y ello sin perjuicio de la facultad de desistimiento del oferente conforme a lo que se expone en el apartado siguiente.

### 1.2. *Remisión del expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia*

Si el ministro de Economía, tras la tramitación del expediente por el Servicio de Defensa de la Competencia, decide remitir las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia, el oferente podrá desistir, siempre que lo comunique a la CNMV al día siguiente de recibir la notificación de remisión por parte del Servicio de Defensa de la Competencia.

Si el oferente no desistiese y, conforme a lo anteriormente expuesto, se autorizase el levantamiento de la suspensión de la ejecución, la oferta continuará su tramitación conforme a lo dispuesto en el Real Decreto de OPAS (publicación de anuncios e inicio del periodo de aceptación), si bien en el supuesto de que antes de la finalización del periodo de aceptación no hubiera recaído resolución expresa o tácita, el Real Decreto de OPAS autoriza al oferente a desistir de la oferta.

No obstante lo anterior, el oferente podrá no desistir y continuar hasta la liquidación de la oferta, en cuyo caso asume el riesgo de que finalmente el Gobierno no autorice la operación o imponga condiciones.

### 1.3. *Resolución del Gobierno*

Si, a pesar de la remisión de las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia, el oferente no ha desistido de la oferta, la resolución del Gobierno produce los siguientes efectos:

(i) Si el Gobierno no se opone a la operación de concentración, la oferta surtirá plenos efectos.

(ii) Si el Gobierno declarase improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta.

(iii) Finalmente, si el Gobierno sujetara su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir, aunque no estará obligado, de la oferta.

Finalmente, señalar que, como norma de transparencia, el art. 37.8 del Real Decreto de OPAS establece que los efectos derivados de la tramitación de un expediente ante los órganos de defensa de la competencia y, en su caso, el desistimiento deberán publicarse por los medios previstos en el art. 18 del Real Decreto de OPAS ya comentado, en el plazo máximo de dos días a contar desde la resolución administrativa tácita o expresa, o desde la fecha en que pudiera efectuarse el desistimiento, previa comunicación a la CNMV.

## **2. Procedimiento ante las autoridades comunitarias de defensa de la competencia**

Tratándose de una operación de dimensión comunitaria, el art. 38 del Real Decreto de OPAS se remite en bloque al Reglamento (CEE) número 4064/1989 y, en particular, al régimen de suspensión de la operación previsto en el art. 7.

La remisión debe entenderse hoy realizada al Reglamento (CE) número 139/2004, del Consejo de 29 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas que, en su art. 1, establece cuándo una concentración es de dimensión comunitaria. En particular, y sin perjuicio de otros supuestos específicos, una concentración tendrá dimensión comunitaria cuando el volumen de negocios total a escala mundial realizado por el conjunto de empresas afectadas supere los 5.000 millones de euros y el volumen de negocios total a escala comunitaria realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas por la concentración supere los 250 millones de euros (salvo que cada una de las empresas afectadas realice más de dos tercios de su volumen de negocios total comunitario en un mismo Estado miembro).

A este respecto, el régimen comunitario de suspensión de la concentración hasta que la operación haya sido declarada compatible con el mercado común tiene una importante excepción automática en relación con las ofertas públicas de adquisición. De esta forma, según el art. 7.2 del Reglamento comentado, la suspensión de la concentración no impedirá realizar una oferta pública de adquisición o una serie de transacciones de títulos admitidos a negociación (y, lógicamente, se entiende que liquidar la oferta y adquirir los valores), siempre y cuando la concentración sea notificada sin demora a la Comisión; el comprador no podrá ejercer los derechos de voto inherentes a los títulos en cuestión o sólo los podrá ejercer para salvaguardar el valor íntegro de su inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión.

## VII RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

Los arts. 39, 40 y 41 del Real Decreto de OPAS desarrollan el régimen de supervisión, inspección y sanción en línea con lo establecido en el art. 60 de la Ley del Mercado de Valores.

En efecto, el párrafo tercero del art. 60 mencionado establece que quien adquiera un volumen de acciones y alcance una participación significativa determinada sin haber formulado una oferta pública de adquisición cuando ello fuera preceptivo, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas, sin perjuicio de las sanciones previstas en el título VIII de la Ley del Mercado de Valores, y los acuerdos adoptados con su participación serán nulos.

De esta forma, el régimen legal prevé una doble consecuencia para el incumplimiento de la obligación de formular una oferta pública de adquisición cuando ello fuere preceptivo: imposición de sanciones (art. 39 del Real Decreto de OPAS) y suspensión de los derechos políticos y nulidad de acuerdos (art. 40 del Real Decreto de OPAS).

### 1. Régimen sancionador

El art. 39 del Real Decreto de OPAS se limita a establecer que las personas o entidades que promuevan una oferta pública de adquisición, las sociedades afectadas, las sociedades y agencias de valores y bolsa que actúen en representación del oferente, los administradores de cualquiera de las entidades anteriormente indicadas y cualquier otra persona que directa o indirectamente intervenga por cuenta o de forma concertada con aquéllas en la oferta pública quedarán sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la Ley del Mercado de Valores.

El citado artículo, por tanto, no introduce ninguna modificación ni clarificación en el régimen de supervisión, inspección y sanción de la Ley del Mercado de Valores, limitándose a especificar las personas a las que, en relación con una oferta pública de adquisición, les resulta de aplicación dicho régimen. Desde este punto de vista, podría incluso cuestionarse la necesidad de este artículo por ser redundante con las previsiones legales.

En efecto, todas las personas enumeradas en el art. 39 del Real Decreto de OPAS están incluidas en el art. 84 de la Ley del Mercado de Valores, bien en su apartado 1, empresas de servicios de inversión, bien en su apartado 2, emisores de valores y restantes personas físicas o jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esa Ley y sus disposiciones de desarrollo, entre las que cabe destacar, sin duda y a los efectos que aquí nos interesan, el Real Decreto de OPAS.

A este respecto, debe destacarse lo dispuesto en el art. 95 de la Ley del Mercado de Valores en el sentido de que las personas físicas y entidades a las que resulten de aplicación los preceptos de la Ley del Mercado de Valores, así como quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección de estas últimas, que infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el capítulo II del título VIII de la Ley del Mercado de Valores. Tanto el art. 60 de la Ley del Mercado de Valores como el Real Decreto de OPAS son, a tenor de lo dispuesto en el citado art. 95, normas de ordenación y disciplina del Mercado de Valores.

Así, conforme a lo dispuesto en el art. 99. r) de la Ley del Mercado de Valores, tiene la consideración de infracción muy grave, entre otras, el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el art. 60 de la misma norma legal y, en particular, de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en aquellos supuestos en los que sea preceptivo de acuerdo con el Real Decreto de OPAS.

En estos casos, la sanción puede incluir: a) multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quíntuplo, del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cantidades: el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas (300.506 euros); b) suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el mercado de valores, durante un plazo no superior a 5 años; c) suspensión de la condición de miembro del mercado, por un plazo no superior a 5 años; d) revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios

de inversión; e) amonestación pública; f) separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera.

## **2. Suspensión de los derechos políticos**

El régimen español de las ofertas públicas de adquisición de valores establece, sin embargo, otra sanción específica, en el ámbito jurídico-privado y al margen de la responsabilidad administrativa, para la persona que, incumpliendo lo previsto en el art. 60 de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto de OPAS, adquiere una participación en una sociedad cotizada sin formular una oferta pública cuando ello fuera preceptivo: la imposibilidad de ejercer los derechos políticos derivados de las acciones adquiridas de forma irregular, con sanción de nulidad de los acuerdos adoptados con su participación. Nótese que, de forma totalmente acertada en nuestra opinión por los perniciosos efectos que ello tendría sobre la seguridad del tráfico, la Ley del Mercado de Valores ha optado por no aplicar la sanción de nulidad a la adquisición de las acciones irregularmente adquiridas por no haberse formulado una oferta pública, sino que ha optado por privarlas de derechos políticos y, como veremos más adelante, sancionar con la nulidad los acuerdos adoptados con su participación.

El art. 40 del Real Decreto de OPAS desarrolla este régimen estableciendo en su apartado 1 que quien adquiriera acciones de una sociedad cotizada y alcance o supere los porcentajes establecidos en el art. 1 del Real Decreto de OPAS sin haber promovido previamente una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos de las acciones así adquiridas o que adquiriera en lo sucesivo sin promover la correspondiente oferta pública de adquisición. El referido apartado amplía dicha limitación a quienes adquieran valores o instrumentos que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de acciones, una vez que efectivamente se haya producido la suscripción o adquisición de éstas y a quienes hayan entrado en el disfrute de los derechos políticos en caso de usufructo o prenda de acciones.

El primer comentario en relación con este apartado es el relativo a las acciones que se ven privadas de los derechos políticos. A este respecto, de acuerdo con la literalidad de la norma, la limitación de los derechos de voto afecta a todas las acciones adquiridas de forma irregular (y no sólo a las que excedan del porcentaje que delimita la obligación de formular una oferta pública de adquisición) pero no afectaría, por el contrario, a las acciones poseídas con anterioridad.

Así, por ejemplo, si una entidad fuese titular de un 20 por 100 del capital de una sociedad cotizada y adquiriese una participación adicional del 6 por 100 sin promover la correspondiente oferta, la participación adicional en su conjunto (el 6 por 100) quedará privada de los derechos políticos (y no sólo el 1 por 100 que supera el límite del 25 por 100), pero no parece que dicha sanción puede extenderse al 20 por 100 previamente adquirido por la entidad. Obviamente, esto será cierto siempre y cuando la adquisición del 20 por 100 fuese una operación totalmente independiente de la posterior adquisición del 6 por 100 y el inversor no tuviese intención desde el principio de superar el umbral del 25 por 100, en cuyo caso debería entenderse que desde el principio debió formular la oferta, siendo toda la adquisición (tanto el primer 20 por 100 como el 6 por 100 adicional) irregular.

El Real Decreto de OPAS especifica qué se entiende por derechos políticos a estos efectos, incluyendo el derecho de asistir y votar en las Juntas generales, el derecho de información, el derecho de suscripción preferente, el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad afectada, el derecho a impugnar los acuerdos sociales (salvo que éstos sean contrarios a la Ley) y, en general, todos los derechos que no tengan un contenido exclusivamente patrimonial.

Especial mención merece la referencia a los derechos de suscripción preferente pues, de acuerdo con la generalidad de la doctrina, tienen un doble contenido, económico y político. El Real Decreto de OPAS parece haber hecho prevalecer el contenido político, relativo al mantenimiento del porcentaje de participación, lo que parece abonar la tesis de que lo que prohíbe el Real Decreto de OPAS es el ejercicio efectivo del derecho de suscripción preferente por parte del inversor infractor, pero no la enajenación de dichos derechos. Lo contrario sería aceptar que se está privando al inversor infractor de un derecho de contenido económico, lo que posiblemente fuese un efecto de carácter confiscatorio de la norma sin suficiente cobertura legal.

El apartado 2 del art. 40 del Real Decreto de OPAS se refiere a los supuestos de adquisiciones indirectas de una participación significativa (como consecuencia de fusiones o tomas de control de sociedades) y designación posterior de miembros del órgano de administración de la sociedad afectada contemplados en el art. 3 del Real Decreto de OPAS, a efectos de determinar en qué momento se produce la suspensión de los derechos políticos. Así, en los supuestos de adquisición indirecta mediante fusión o toma de control de una entidad de mera tenencia de valores o en que la sociedad afectada constituya parte esencial del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la fusión o toma de control, la suspensión de los derechos políticos se produce de forma inmediata, mien-

tras que en los restantes supuestos de adquisición indirecta mediante fusión o toma de control contemplados en el apartado 1 del art. 3, la suspensión de los derechos políticos no se produce hasta tanto no concluye el plazo de seis meses previsto en dicho apartado para solventar la situación derivada de la adquisición indirecta.

Por su parte, en los supuestos de designación posterior de miembros del órgano de administración de la sociedad afectada (nuevos apartados 5 y 6 del art. 3 del Real Decreto de OPAS introducidos por el Real Decreto 432/2003), la suspensión de derechos políticos no se producirá en tanto no concluya el período de dos meses previsto para solicitar a la CNMV la autorización de una oferta pública de adquisición de acciones de la sociedad afectada.

... La recuperación de los derechos políticos de las acciones privadas de los mismos sólo será posible, de acuerdo con el apartado 3 del art. 40, mediante la formulación de una oferta pública que cumpla los dos requisitos siguientes: (i) deberá dirigirse al resto de las acciones de la sociedad afectada; y (ii) deberá realizarse al precio que se fije con arreglo a lo dispuesto en el art. 7 (precio sujeto a autorización por la CNMV con arreglo a determinados criterios mínimos).

A este respecto, hay que resaltar que, de acuerdo con el tenor literal de la norma, no será suficiente con formular una oferta sobre un porcentaje del capital social igual al que se debió formular la oferta al tiempo de adquirir la participación irregularmente adquirida sino que la oferta deberá formularse sobre «el resto de las acciones», es decir, sobre el 100 por 100 del capital social menos las acciones propiedad del infractor. La norma, a modo de sanción, agrava la obligación del infractor, obligándole a formular una oferta sobre todo el capital social que no controla lo que, al margen del carácter sancionador señalado, tiene toda la lógica cuando se pretende evitar el perjuicio a los accionistas minoritarios por la infracción de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores.

Como alternativa a la presentación de una oferta pública, aunque con un carácter más hipotético que realista tratándose de sociedades cotizadas, el infractor podrá recuperar los derechos políticos mediante la obtención del consentimiento unánime del resto de los accionistas, manifestado individualmente. La norma, aunque totalmente lógica desde un punto de vista académico (si los restantes accionistas están de acuerdo, no habrá derecho lesionado que proteger mediante la exigencia de una oferta pública), carece de toda virtualidad pues será prácticamente imposible obtener el consentimiento individual de todos los accionistas en una sociedad cotizada.

Por último, el apartado 4 del art. 40 del Real Decreto de OPAS cierra este apartado con dos previsiones complementarias a todo lo anteriormente expuesto. Por un lado, se clarifica que la mera reventa de las ac-

ciones indebidamente adquiridas no impedirá la aplicación de las acciones administrativas ni permitirá ejercitar los derechos políticos de las acciones irregularmente adquiridas y que no hubieran sido enajenadas. *A sensu contrario*, esto implica que las acciones enajenadas recuperan sus derechos políticos, por lo que la privación de este tipo de derechos es una medida personal que afecta al infractor y no constituye una carga real de los valores irregularmente adquiridos.

En todo caso, para evitar fraudes mediante la venta de las mencionadas acciones irregularmente adquiridas a personas vinculadas, el mencionado art. 40.4 del Real Decreto de OPAS clarifica que el adquirente de las acciones objeto de reventa sólo podrá ejercitar los derechos políticos en el supuesto de que no mantenga con el transmitente ninguno de los vínculos contemplados en el art. 2.1: personas del mismo grupo en el sentido del art. 4 de la Ley del Mercado de Valores, miembros de sus órganos de administración y demás personas que actúen en nombre propio, pero por cuenta o de forma concertada con aquélla.

### **3. Nulidad de los acuerdos sociales**

El art. 60 de la Ley del Mercado de Valores dispone que los acuerdos adoptados con la participación de las acciones irregularmente adquiridas serán nulos. La redacción de la Ley del Mercado de Valores es excesivamente amplia pues implica que la mera participación en la constitución del órgano o en la votación de las acciones irregularmente adquiridas determina la nulidad del acuerdo, con independencia de la trascendencia de dicha participación. En el ejemplo anteriormente manejado, sería suficiente que el 6 por 100 irregularmente adquirido participase y votase un determinado acuerdo para que el mismo fuese nulo, aunque hubiese votado adicionalmente a favor un, por ejemplo, 80 por 100 del capital social.

Esta interpretación es, obviamente, excesiva y la redacción del art. 40.5 del Real Decreto de OPAS, aunque no puede considerarse totalmente fiel a la Ley del Mercado de Valores es, en nuestra opinión, mucho más acertada al establecer que la sanción de nulidad es únicamente aplicable cuando para la constitución del órgano en cuestión o en la adopción del acuerdo afectado hubiera sido necesario computar las acciones irregularmente adquiridas y cuyos derechos están suspendidos.

Sobre esta cuestión ha tenido la oportunidad de pronunciarse incluso la Dirección General de los Registros y del Notariado que en su resolución de 28 de diciembre de 1992, en un caso relativo a la adquisición irregular de acciones de la sociedad cotizada La Seda de Barcelona, ha declarado que los acuerdos nulos por haber sido adoptados con la participación de accio-

nes irregularmente adquiridas por infracción del procedimiento de las ofertas públicas de adquisición no son inscribibles, aunque, como en el caso señalado, los acuerdos no hayan sido impugnados.

En cuanto a la impugnación, con carácter adicional a lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas, el art. 60 de la Ley del Mercado de Valores legitima a la CNMV para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación, lo que debe entenderse, obviamente y tal y como clarifica el art. 40.5 del Real Decreto de OPAS, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas.

Por último, el mencionado art. 40.5 del Real Decreto de OPAS con escasa, por no decir nula, cobertura legal, establece que la CNMV no estará sujeta a los plazos de impugnación de los acuerdos del Consejo de Administración establecidos para los administradores y accionistas en el art. 143 de la Ley de Sociedades Anónimas.

#### 4. Deber de abstención

El régimen de supervisión, inspección y sanción finaliza con una norma, el art. 41 del Real Decreto de OPAS, dirigida a las sociedades y agencias de valores así como a los fedatarios públicos, que en el desarrollo de sus actividades o por razón de sus funciones tengan conocimiento de una operación que pueda infringir la normativa de las ofertas públicas de adquisición, y en la que les impone el deber de abstenerse de intervenir en ellas.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ABELLA SANTAMARÍA, J., *La ordenación del mercado de valores: un ordenamiento dinámico*, Madrid, Tecnos, 1995.
- ABELLA AMIGÓ, S., «La OPA de modificación de estatutos en el Real Decreto 1.197/1991», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 57, enero-marzo de 1995.
- ARIÑO ORTIZ, G. y ARIÑO SÁNCHEZ, R., «OPAS de exclusión, procedimiento administrativo y responsabilidad de la Administración», en *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, VV.AA., Madrid, McGraw Hill, 1992.
- ARRUÑADA, B., «Crítica a la regulación de las OPAS», en *Revista de Derecho Mercantil*, núms. 203-2004, Madrid, 1992.
- CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, Dykinson, 1992.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Diez años de jurisprudencia del mercado de valores (1988-1998)*, Madrid, CNMV, 1999.
- CÓRDOBA, M., *OPA. El control político de las sociedades cotizadas*, Madrid, Thomson, 2003.

- CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, Civitas, 2004.
- DE CARDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Madrid, Civitas, 1993.
- DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Madrid, Civitas, 1996.
- EMBED IRUJO, J. M., «Garantías exigidas al oferente en la nueva regulación de las OPAS (análisis del art. 11 del Real Decreto 1.197/1991, de 26 de julio)», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, VV.AA., Madrid, La Ley, 1994.
- FERNÁNDEZ ARMESTO, J., y DE CARLOS, L., *El derecho del mercado financiero*, Madrid, Civitas, 1992.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., «Oferta pública de adquisición y fusión de sociedades», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 3, 94, diciembre de 1994.
- FUERTES LÓPEZ, M., *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Valladolid, Lex Nova, 1994.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, Madrid, Civitas, 1996.
- *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAS*, Madrid, Civitas, 1999.
- *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condiciones. Estudios sobre OPAS (II)*, Madrid, Civitas, 2002.
- GARRIDO GARCÍA, J. M., «La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil», en *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, VV.AA., Madrid, McGraw Hill, 1992.
- GUERRA MARTÍN, G., *Control conjunto y derecho de OPAS*, Madrid, Civitas, 2004.
- RUIZ PERIS, J. I. y ESTEBAN DE QUESADA, M., «La propuesta de la libertad. Observaciones en torno a una nueva propuesta de Decimotercera Directiva en materia de derecho de sociedades relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año XVI, núm. 66, abril-junio de 1997.
- SALA ANDRÉS, A. M., *Las OPAS obligatorias ordinarias*, Barcelona, José María Bosch, 2000.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el Reglamento de OPAS, estando en curso otra oferta pública», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 48, octubre-diciembre de 1992.
- TAPIA HERMIDA, A. J., *Derecho del mercado de valores*, Barcelona, Cálamo, 2003.
- VALPUESTA GASTAMINZA, E., «Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la OPA (Estudio del capítulo III del RD 1.197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores)», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 56, octubre-diciembre de 1994.
- VV.AA., *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las Ofertas Públicas de Adquisición*, Bilbao, Deusto, 1992.
- VV.AA., *La OPA del Banco Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, Banco de Bilbao, 1987.
- VV.AA., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS). Comentario sistemático del Real Decreto 1.197/1991*, vols. I y II, dirigido por SÁNCHEZ CALERO, F., Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993.
- YBÁÑEZ RUBIO, J., «Régimen legal español de las ofertas públicas de adquisición (OPA)», en *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, VV.AA., Madrid, Colex, 2001.

ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, Marcial Pons, 2000.

ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., *La Oferta Pública de Adquisición (OPA)*, Madrid, Bolsa de Madrid, 1980.

— «Diez años de vigencia del Real Decreto 1.197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores», en *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, VV.AA., Madrid, McGraw Hill, 1992.