

## DOS REFLEXIONES AL HILO DE LA NUEVA NORMATIVA DE OPAS: LIMITACIÓN DE LA ACTUACIÓN DEL OFERENTE; OPAS, DUE DILIGENCE E IGUALDAD INFORMATIVA

CARLOS PAREDES Y JAIME PEREDA  
Abogados (\*)

### 1 · INTRODUCCIÓN

El pasado 13 agosto de 2007 entraba en vigor la nueva normativa de opas española, resultado de la transposición a nuestro ordenamiento de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (la «Directiva de opas» o la «Directiva»). Aunque restan algunos extremos menores pendientes de desarrollo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>1</sup>, los parámetros fundamentales de esta nueva normativa aparecen reflejados en la reforma de la Ley del Mercado de Valores operada mediante la Ley 6/2007, de 12 de abril (la «Ley de Opas») y en la promulgación del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el «Decreto de Opas»); ambas normas, que, como indicába-

mos, han entrado en vigor el pasado 13 de agosto, han venido a culminar, con más de un año de retraso, la transposición al ordenamiento español de la Directiva de Opas.

No es propósito de este escrito analizar con carácter general el nuevo sistema de opas. Durante el proceso de elaboración de la nueva regulación ya hemos considerado y examinado los aspectos más evidentes y novedosos de la reforma<sup>2</sup>, que ha transformado radicalmente el sistema de opas español. Entre estos extremos se encuentran la sustitución del vigente modelo de opa a priori por uno de opa a posteriori; la eliminación de las opas parciales obligatorias y la instauración de un sistema de opa total; la supresión de los diversos umbrales hasta ahora existentes cuya superación exige la formulación de opa y, si bien con la excepción de la oferta por nombramiento de más de la mitad del consejo, su refundición en uno solo (el 30%), más elevado que el mínimo hasta entonces vigente; el desarrollo de las reglas aplicables en materia de deber de pasividad del órgano de administración y de neutralización de medidas defensivas, con la posibilidad de aplicar en ambos casos la regla de la reciprocidad; el reconocimiento de las figuras de la compra y venta forzosas; y, finalmente, la previsión de un régimen especial para aquellos accionistas que, a la entrada en vigor de la nue-

(\*) Del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).

<sup>1</sup> El Real Decreto 1066/2007 habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para regular determinados aspectos adicionales mediante circular (por ejemplo, entre otros, los modelos de las garantías de la oferta —art. 15.2—, los modelos de los anuncios —art. 16.5—)

<sup>2</sup> Véase Paredes Galego, C. «Reflexiones sobre la anunciada normativa de Opas». Actualidad Jurídica Uría Menéndez, año 2006, número extraordinario. Págs. 143-156; y de Carlos Bertrán, L., Paredes Galego, C. «Análisis de la nueva normativa de opas» en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2007) Págs. 227-250. Fundación de Estudios Financieros.

va normativa, ostenten una participación entre el 30% y el 50% del capital de una sociedad cotizada.

Sin desmerecer la relevancia de estas cuestiones, nos interesa ahora reflexionar sobre algunos extremos particulares del nuevo régimen de opas. Se trata de cuestiones recogidas en el Decreto de Opas, igualmente novedosas, pero notablemente más concretas y específicas que las grandes líneas de la reforma antes enunciadas. Nos referimos a las limitaciones sobre la actuación del oferente estando anunciada o en curso la oferta y a las reglas sobre revisiones legales (*due diligence*) e igualdad informativa entre oferentes.

## 2 · EL PRINCIPIO DE IGUALDAD INFORMATIVA ENTRE OFERENTES Y LA REALIZACIÓN DE REVISIONES LEGALES DE LA COMPAÑÍA AFECTADA

El Decreto de Opas ha admitido expresamente la posibilidad de que la compañía afectada por una opa pueda proporcionar información sobre su negocio a un oferente o potencial oferente. Así lo proclama el artículo 46<sup>3</sup>, donde se hace hincapié en la necesidad de que en todo caso se proporcione un trato igualitario a todos los oferentes:

«46. Igualdad informativa

1. La sociedad objeto de la oferta procurará que exista igualdad informativa entre los oferentes competidores.

2. A tal fin y cuando sea específicamente requerida para ello por un oferente o potencial oferente de

*buena fe, la sociedad objeto de la oferta habrá de poner a su disposición la información solicitada siempre que ésta hubiese sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes.*

3. La sociedad condicionará la entrega de información a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma; a su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición y a que la información sea necesaria para la formulación de la oferta.»

La inclusión de esta previsión en la nueva normativa abona la idea de que es ciertamente posible realizar revisiones legales y financieras de una compañía cotizada con vistas a formular una oferta. De hecho, la realización de procesos de *due diligence* en el marco de operaciones de adquisición de compañías cotizadas es una práctica admitida y frecuente en mercados desarrollados. En España los *due diligence* de compañías cotizadas tampoco son desconocidos, aunque su práctica es de más reciente implantación. En nuestro país, pueden mencionarse como ejemplos tempranos de ello las opas de Barclays sobre Banco Zaragozano o de Advent sobre Parques Reunidos<sup>4</sup>, ambas en el ejercicio 2003, la opa de Midorina S.L. (Yell Group plc) sobre Telefónica Publicidad e Información o, más cercanamente, las ofertas formuladas por E-On o Acciona y Enel sobre Endesa o la revisión legal de Iberia por Texas Pacific Group, sin que, en ninguno de esos supuestos, hasta donde nos consta, la práctica haya sido objetada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Todo ello evidencia que las revisiones de información en el marco de procesos de adquisición de compañías cotizadas son frecuentes —en muchos casos necesarias—, están admitidas en la práctica y los reguladores no suelen poner especiales reparos<sup>5</sup>.

Esa general admisibilidad no impide, sin embargo, que llamemos la atención sobre la cuestión fundamental que se pone de manifiesto cuando tratamos un *due diligence* de compañía cotizada: la creación de una situación de asimetría informativa frente a los accionistas de la sociedad objetivo —que pueden no conocer simultáneamente la información comunicada al oferente— y frente a otros posibles oferentes —que pueden no tener las mismas oportunidades de revisión de la información facilitada—. Esta últi-

<sup>3</sup> El precepto está sin duda inspirado en la regulación del Takeover Code británico, que dedica varios apartados a los *due diligence* de compañías cotizadas y a las reglas de reparación de la asimetría informativa frente a accionistas y potenciales oferentes:

«20.1 Equality of information to shareholders  
Information about companies involved in an offer must be made equally available to all offeree company shareholders as nearly as possible at the same time and in the same manner.»

«20.2 Equality of information to competing offerors  
Any information, including particulars of shareholders, given to one offeror or potential offeror, whether name or unnamed, must, on request, be given equally and promptly to another offeror or bona fide potential offeror even if that offeror is less welcome. This requirement will usually only apply when there has been a public announcement of the existence of the offeror or potential offeror to which information has been given or, if there has been no public announcement, when the offeror or bona fide potential offeror requesting information under this Rule has been informed authoritatively of the existence of another potential offeror.»

<sup>4</sup> Hecho relevante 44504 comunicado por Parques Reunidos, S.A. el 16 de septiembre de 2003.

<sup>5</sup> El mejor ejemplo lo encontramos en la regulación del Takeover Code británico antes referida.

ma y sus posibles soluciones aparecen parcialmente contempladas en el nuevo artículo 46 del Decreto de Opas, pero no así la primera, la asimetría informativa frente a los accionistas de la sociedad objetivo, sobre la que el Decreto de Opas guarda un silencio absoluto, más allá del genérico principio de igualdad de trato que inspira la normativa de opas. A la vista de todo ello resulta oportuno plantearse en qué medida puede resultar admisible un *due diligence* de una compañía cotizada en el contexto de una oferta pública y cómo puede ello coordinarse con el debido cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores, con la prohibición del uso de información privilegiada y con los principios de difusión igualitaria de información en el mercado. Vaya por delante que nuestra respuesta es decididamente afirmativa, aunque deberán respetarse determinadas cautelas y procedimientos, en buena parte encaminados al restablecimiento de la simetría informativa en relación con los dos planos comentados, el de los accionistas de la sociedad objetivo y el de los restantes potenciales oferentes.

### (i) El cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores

#### Interés social

La decisión de autorizar la entrega o puesta a disposición de un tercero potencial adquirente de información acerca de la compañía objetivo compete con carácter general al Consejo de Administración<sup>6</sup>. A este órgano le corresponderá valorar y ponderar la oportunidad de brindar acceso a un potencial oferente desde la perspectiva del interés social de la compañía afectada.

No existe, sin embargo, obligación ni deber alguno de entrega de dicha información ni acerca de su cantidad o calidad, aunque sea solicitada por un tercero potencial adquirente o por un oferente en firme. Así resulta del tenor del artículo 46 del Decreto de Opas que, lejos de imponer una obligación genérica de entrega de información, se limita a exigir un trato igualitario entre oferentes o potenciales oferentes. Quiere ello decir que la compañía goza de absoluta

libertad para decidir si abre o no sus puertas a terceros. Una vez abiertas, eso sí, habrá de garantizar la paridad de trato entre todos los oferentes o potenciales oferentes de buena fe.

Para adoptar su decisión, la compañía afectada habrá de ponderar los potenciales perjuicios derivados del acceso por un tercero a la información y los posibles beneficios derivados de ese acceso. Entre los primeros pueden contarse la diseminación fuera de los límites de la compañía de información sensible que puede ser empleada por competidores, la distracción del equipo directivo en tareas no propias del negocio y, desde luego, la posibilidad de que aparezcan en escena otros oferentes menos bienvenidos que aquél a quien inicialmente se abren los libros y que habría que tratar de forma pareja. Entre las ventajas podremos normalmente encontrar las derivadas de la posible formulación de una oferta sobre la totalidad del capital y dirigida a todos los accionistas<sup>7</sup>, la existencia, en su caso, de un plan de futuro adecuado para la compañía que podría implementar el potencial oferente, o la posible complementariedad de un nuevo accionista con un accionista significativo que redunde igualmente en beneficio de la compañía.

#### Acuerdo de confidencialidad

Si la decisión fuese favorable a la entrega de información, será muy conveniente adoptar cautelas adicionales, de índole tanto procedimental como material. Éstas no sólo servirán para evidenciar el cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores sino que vienen en cierto modo exigidas por el tenor del artículo 46 del Decreto de Opas, que parece requerir que la sociedad objetivo condicione la entrega de la información «a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma; a su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición y a que la información sea necesaria para la formulación de la oferta». Aunque la redacción del precepto es claramente mejorable, pues resulta complicado entender su imperatividad («la sociedad condicionará [...]») y

<sup>6</sup> Teóricamente podría incorporarse en los estatutos como una competencia de la junta general, si bien ni es una previsión frecuente ni parece desde luego muy recomendable, porque priva de la necesaria agilidad a la sociedad y porque son idealmente los consejeros quienes mejor informados están para adoptar una decisión sobre el particular.

<sup>7</sup> Aunque en el Decreto de Opas se admiten ofertas parciales, el tipo general de oferta —y aquella en la que más frecuentemente encontraremos un *due diligence*— se refiere a la totalidad del capital social.

debería interpretarse en sentido más permisivo («podrá condicionar»), proporciona una indicación de cuáles habrán de ser los límites y condicionantes a los que deberá sujetarse la entrega de información, cumplidos los cuáles y en caso de tratarse de una decisión acorde con el interés social, debería resultar correcta la conducta de los administradores.

Atendido lo anterior, será por consiguiente muy aconsejable que el potencial oferente suscriba un acuerdo de confidencialidad con la compañía afectada. Este acuerdo de confidencialidad, que operaría como una cautela procedimental, habría de estipular expresamente que la información facilitada —ya sea por la compañía objetivo al oferente o viceversa— sólo pueda emplearse a los exclusivos fines de la formulación de una oferta o de la modificación de las condiciones de una oferta ya presentada. La finalidad del acuerdo es evidente: se trata de asegurar en la medida de lo posible que el uso de la información se ajuste al motivo que justificó su entrega. Ello implica que la información no debería servir para que el oferente o potencial oferente la emplease para aumentar su participación antes del lanzamiento y autorización de la oferta y que convendrá, por consiguiente, obtener de ese oferente o potencial oferente un compromiso de no adquisición al margen de la oferta o al menos hasta que el folleto explicativo no haya sido autorizado y hecho público (standstill). De lo contrario, si ese tercero adquiriese valores de la sociedad afectada antes de la formulación de la oferta, podría resultar sencillo argumentar que tales valores fueron adquiridos sobre la base de información, en su caso privilegiada, facilitada por los administradores de la sociedad afectada, lo que podría desencadenar responsabilidades administrativas para los administradores de la sociedad objetivo (véase apartados *b*) y *c*) infra.).

Otra de las cautelas, esta vez de índole material, es que la información que se facilite sea aquella estrictamente necesaria para la formulación de la oferta. Se trata, también, de una exigencia del Decreto de Opas que nos parece adecuada. Con todo, ha de admitirse que la interpretación que debe hacerse acerca del carácter necesario de la información ha de ser amplia, por la subjetividad con que el concepto ha de ser manejado en el contexto de una operación de adquisición del control. No nos parece por ello que la previsión reglamentaria impida facilitar informaciones

que pudieran calificarse como meramente convenientes y, por tanto, no estrictamente necesarias, para la formulación de la opa. Ahora bien, ha de advertirse que este juicio no debería conllevar la negativa a la entrega de información a un segundo oferente bajo el pretexto de la ausencia de necesidad cuando esa misma información ha sido facilitada al primer oferente en relación con la oferta, pues en tal caso lo normal será concluir que, si fue facilitada al primer oferente, es porque era «necesaria», con carácter general y no subjetivo, para la formulación de la oferta.

### **(ii) La revelación de información privilegiada y la reparación de la asimetría informativa entre accionistas**

La realización de un proceso de *due diligence* sobre una compañía cotizada puede conllevar el acceso por el oferente o potencial oferente no sólo a información pública sino también el conocimiento de informaciones reservadas o confidenciales de la sociedad objetivo o incluso de información privilegiada. Precisamente, la posible inclusión de información privilegiada en un *due diligence* exige que prestemos especial atención a este extremo.

Antes de ello, sin embargo, conviene distinguir el concepto de información privilegiada de otros tipos de información, principalmente la reservada o meramente confidencial. La información privilegiada sería aquélla «*de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables [...] o a uno o varios emisores de los citados valores negociables [...] que no se haya hecho pública y que, de hacerse o de haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización [...]*». Asumiendo que se cumplen los restantes requisitos de la información privilegiada (carácter concreto, referida a valores negociables o a su emisor) ha de advertirse que por la circunstancia de no haberse hecho pública no puede conceptuarse una información como privilegiada. Es necesario además que sea susceptible de influir de manera apreciable sobre la cotización de los valores. Por ello, existe información reservada o confidencial que no tiene el carácter de privilegiada. Con todo, debe indicarse que la información meramente confidencial o reservada puede convertirse en información privilegiada. Piénsese, por ejemplo, en la confirmación, tras el examen de información simplemente confidencial,

de que una determinada compañía está perfectamente al día en materia de cumplimiento de licencias o de obligaciones fiscales; en tal supuesto el resultado de la revisión podría ser calificado como «privilegiado», ya que permitiría al oferente asegurar que la compañía objetivo no tiene riesgo alguno en materia regulatoria o fiscal y, por consiguiente, evitar el descuento por pasivos contingentes de esa índole con el que suelen cotizar los títulos en bolsa.

Como antes indicábamos, la eventualidad de que, entre la información a disposición del tercero potencial adquirente, se incluya alguna que pueda calificarse de «privilegiada» aconseja dedicar una especial atención. Porque, precisamente, este tipo de información es el que más problemas puede plantear en el ámbito de una revisión legal de una compañía cotizada. Y es que, conforme a lo dispuesto en el artículo 81.2 a) de la Ley del Mercado de Valores, la prohibición de uso de información privilegiada se extiende no sólo a la realización de operaciones con base en esa información, sino también a la mera preparación. A su vez, la infracción muy grave prevista en el artículo 99 o) de la Ley del Mercado de Valores se refiere al incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81.2. Si interpretásemos estas previsiones *ad pedem litterae* deberíamos concluir que el *due diligence* no puede comprender información privilegiada, so pena de incurrir en un flagrante incumplimiento de la prohibición de preparar operaciones sobre los valores afectados<sup>8</sup>.

No nos parece sin embargo que ese entendimiento literal y mecánico deba prevalecer. Las razones que aducimos para ello son las siguientes:

- En el contexto de ofertas públicas de adquisición, el legislador comunitario ha admitido, como dispone el considerando 29 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de

enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), que el acceso a información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el fin de obtener el control de dicha empresa o de proponer una fusión con la misma no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada. Aunque no se trata más que de una declaración en el considerando de una directiva, la norma admite expresamente la posibilidad de que el oferente pueda acceder a información privilegiada de la sociedad objetivo y no concibe esa circunstancia como una evidencia necesaria de abuso de información privilegiada.

- Por otra parte, la normativa sobre información privilegiada debe interpretarse en el contexto de la legítima expectativa de los accionistas de obtener por sus acciones el mejor precio posible, precio cuya obtención, en multitud de ocasiones, exige la previa realización de *due diligence* por el potencial oferente cuya finalidad es, precisamente, que el potencial adquirente pueda determinar adecuadamente el mejor precio que está dispuesto a abonar por la compañía objetivo.
- Asimismo, debe repararse en que la limitación del *due diligence* a la información meramente confidencial —que, por definición, no tiene influencia en el precio— o es contradictorio con el fin último del proceso de revisión —definir el mejor precio para la formulación de la oferta— o, si tiene influencia en el precio, implica que entonces la información debería reputarse como privilegiada.
- No debe tampoco olvidarse que, siendo la Comisión Nacional del Mercado de Valores el organismo encargado de velar por el cumplimiento de las previsiones del artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores, no ha puesto reparos a los procesos de revisión legal que se han venido realizando hasta ahora en relación con compañías cotizadas.
- A pesar del tenor de la norma, la mera preparación de una oferta sobre la base

<sup>8</sup> Puede verse, en este sentido, E. Hernández Sainz, *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Cizur Menor, 2007, pp.580 y ss., para quien, sin embargo, estos problemas se circunscriben a los procesos de *data room* en compañías cotizadas, pero no a los supuestos en los que habiéndose anunciado o formulado una oferta se produce intercambio de información privilegiada entre el oferente y la compañía objetivo. La misma autora critica, con razón (op.cit. pág. 520), la equiparación a efectos punitivos de la mera preparación y de la realización de operaciones con información privilegiada.

de un *due diligence* en el que en mayor o menor medida exista algún tipo de información privilegiada no debe reputarse contraria a la finalidad perseguida por la norma, que no es otra que evitar que exista una difusión asimétrica de información en el mercado que permita a unos beneficiarse a costa de otros. En la medida en que el acceso a la información privilegiada no permita al oferente beneficiarse a costa de otros oferentes o de los accionistas a los que dirige la oferta, no debería reputarse problemático ese acceso.

- Y, finalmente, debe subrayarse que si el informe de los administradores de la sociedad afectada es favorable a la oferta, esto implica o debería implicar que el *due diligence* no le ha proporcionado al oferente ninguna «ventaja» y que, por tanto, no existe ningún «valor escondido» en la sociedad por el que el oferente no esté pagando (ha de advertirse que son precisamente esas «ventajas» ocultas las que la normativa sobre información privilegiada pretende evitar).

Bajo nuestro criterio el punto clave está en la asimetría informativa y, fundamentalmente, en la duración de ésta, que no debería exceder del momento de formulación de la oferta por el tercero potencial adquirente —en un contexto de oferta pública, el momento y lugar idóneo para ello es el folleto explicativo—. Si el potencial adquirente ha accedido a determinada información sensible o privilegiada a la hora de preparar su oferta, una vez que dicha oferta y sus condiciones —en especial, el precio— se hacen públicos, el mercado debería tener conocimiento en lo sustancial de la información privilegiada a la que ha accedido el oferente y que ha motivado que formule la oferta en los términos referidos. Ello permitirá entonces al resto de los accionistas y al mercado en general ponderar si las condiciones ofrecidas por el tercero adquirente reflejan adecuadamente el valor real de la compañía o no. Asimismo y como ya hemos apuntado, no debe olvidarse que, aunque conforme al Decreto de Opas el oferente puede adquirir valores de la sociedad objetivo en cualquier momento, no debería hacerlo mientras se halle realizando el proceso de *due diligence* y en tanto en cuanto no se haya hecho público el folleto explicativo en los términos indicados. Por últi-

mo, convendría incluso que la compañía objetivo se reservase el derecho de hacer pública esa información sensible facilitada al potencial adquirente para el supuesto de que éste no la divulgue o al menos que en el informe de administradores que debe elaborarse sobre la opa se dejase constancia de las cuestiones en las que no se ha producido una restauración de la asimetría informativa.

### (iii) La reparación de la asimetría informativa entre potenciales oferentes

Por último, resta abordar la reparación de la asimetría informativa entre potenciales oferentes. En este caso, la regla que a nuestro juicio debería regir la puesta a disposición de información, en un contexto de oferta pública de adquisición, es aquella que permita que todos los potenciales oferentes se sitúen en las mismas condiciones. Este criterio emana del *Takeover Code* británico (Regla 20.2) y, como se ha indicado, ha sido incorporado en su formulación general en el artículo 46 del Decreto de Opas. La promulgación de este nuevo precepto implica, en principio, que toda aquella información puesta a disposición de un oferente deba entregarse a cualquier otro oferente o potencial oferente de buena fe que a tal efecto específicamente lo solicite. Se evita de este modo que, merced a la conducta de la sociedad objetivo, se favorezca injustificadamente a uno de los potenciales oferentes.

La regla fundamental al respecto la encontramos en los apartados 2 y 3 del artículo 46 del Decreto de Opas, merced a los cuales se exigen varios requisitos para que la información pueda ser entregada. Son los siguientes:

- Que la sociedad objetivo sea específicamente requerida para ello. Con ello, y aunque no replica con la misma claridad el tenor de la norma británica<sup>9</sup>, creemos que la sociedad afectada no debería verse obligada por solicitudes de carácter general del tipo «entrégume lo mismo que le haya facilitado al otro oferente». De lo contrario, resultaría prescindible el

<sup>9</sup> En las Notes on Rule 20.2 (1 General enquiries), el *Takeover Code* especifica «*the less welcome offeror or potential offeror should specify the questions to which it requires answers. It is not entitled, by asking in general terms, to receive all the information supplied to its competitor*».

adverbio «específicamente» pues hubiese bastado con precisar que la sociedad sea simplemente «requerida». Ello conlleva, a nuestro juicio, que, salvo que otra cosa libremente decida la sociedad afectada, ésta sólo estaría obligada a atender aquellas solicitudes formuladas de manera concreta y específica. De este modo no se impide que el oferente o potencial oferente solicite toda la información que considere relevante —que la sociedad habrá de entregar si también lo ha hecho a otros oferentes—, pero se evita que se haga con documentación sobre la que no haya mostrado interés concreto.

- Que el oferente o potencial oferente actúe de buena fe. Al respecto, creemos que la buena fe se presume en quien ya tenga la cualidad de oferente, pues ya ha presentado su oferta y ha incurrido en una serie de gastos y compromisos. La evaluación del grado de buena fe debe por consiguiente circunscribirse al potencial oferente, pues éste no ha asumido hasta entonces ningún compromiso más allá del general de comportarse de acuerdo a esas exigencias de buena fe. Cuestiones de difícil mensurabilidad como el grado de seriedad de la posible oferta, la disposición de recursos económicos para formularla o la existencia de posibles intereses ajenos (como la condición de competidor del potencial oferente) habrán de ser tenidas en cuenta por la sociedad objetivo para valorar la solicitud y decidir acerca de su admisión y, en su caso, de las cautelas adicionales a adoptar.
- Que la información solicitada hubiese sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes.
- Que el destinatario garantice la debida confidencialidad y emplee la información al fin exclusivo de formular la oferta, cuestiones estas que normalmente se regularán en el correspondiente acuerdo o compromiso de confidencialidad.
- Por último, que la información sea necesaria para la formulación de la oferta. Al respecto conviene razonar que si en el supuesto analizado se cumple con los restantes requisitos —y,

especialmente, con el de que la información haya sido facilitada a otro oferente o potencial oferente— resultará complicado para la sociedad requerida negar la entrega de esa misma información bajo el pretexto de que no es necesaria para la formulación de la oferta. Sólo podemos imaginar situaciones en las que la información no haya sido facilitada al oferente anterior por el hecho de la oferta sino que dicha entrega pueda justificarse sobre la base de alguna relación de otra índole (comercial, financiera, etc.) que la sociedad objetivo mantenga con ese oferente, en cuyo caso resultaría legítimo negar la entrega al nuevo oferente.

### 3 · LAS LIMITACIONES A LA ACTUACIÓN DEL OFERENTE DURANTE LA TRAMITACIÓN DE LA OFERTA

El artículo 32 del Decreto de Opas contiene el régimen general de las limitaciones a la actuación del oferente durante la tramitación de una oferta pública de adquisición de valores<sup>10</sup>. Este artículo es, en alguna medida, tributario del artículo 23 del derogado Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el «Decreto 1197/1991»)<sup>11</sup>, aunque incluye bastantes novedades. Unas derivadas de la propia estructura de las opas introducida por la nueva regulación, en la que el oferente primero anuncia su intención u obligación de lanzar la oferta (artículo 16 del Decreto de Opas) y, posteriormente, en un plazo de uno o tres meses, la presenta (artículo 17 del Decreto de Opas) y, otras, de la experiencia práctica acumulada durante la Vigencia del Decreto 1197/1991. Así, por un lado, el Decreto de Opas presta especial atención a la actuación del oferente

<sup>10</sup> El Decreto de Opas incluye otra serie de disposiciones que, aunque no previstas en el artículo 32, también limitan o condicionan la actuación del oferente durante la oferta o con carácter anterior a su formulación. Así, por ejemplo, en aquellos casos en que la contraprestación ofrecida sean valores a emitir por la sociedad oferente, el artículo 15.3 del Decreto de Opas impone a los administradores de ésta la obligación de actuar de modo no contradictorio con la decisión de formular la oferta; y el artículo 16.1 impone al oferente la obligación de asegurarse de que puede hacer frente íntegramente a la contraprestación antes de anunciar su decisión de formular una opa voluntaria.

<sup>11</sup> La disposición derogatoria única del Decreto de Opas deroga expresamente el Decreto 1197/1991.

durante este periodo intermedio y, por otro, regula de forma más completa y precisa la adquisición por el oferente de valores de la sociedad afectada durante la tramitación de la oferta y al margen de la misma. Esta práctica, que está muy en boga en las operaciones de toma de control de sociedades cotizadas en los países de nuestro entorno, no era posible realizarla en las ofertas españolas. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, pese al tenor literal del artículo 23 del Decreto 1197/1991, exigía a los oferentes un compromiso de no adquirir acciones de la sociedad afectada durante la tramitación de la oferta. El artículo 32 del Decreto de Opas viene a confirmar que esta práctica es perfectamente lícita en España y la dota de una regulación sustancialmente más completa que la prevista bajo el anterior régimen.

### 3.1 · Limitaciones a la diseminación de información relativa a la oferta

El art. 32.1 del Decreto de Opas establece que:

*«Desde el anuncio público de una oferta pública de adquisición a que se refiere el artículo 16 y hasta la presentación de la oferta en los términos contemplados en el artículo 17, el oferente, los miembros de sus órganos de administración y dirección, sus accionistas de control, sus asesores, las personas con las que actúe concertadamente y las demás que intervengan en la operación se abstendrán de difundir o publicar por cualquier medio cualquier dato o información que no conste en el anuncio previo de la oferta».*

Con esta limitación, el Decreto de Opas pretende evitar que, durante el periodo intermedio que existe entre que el oferente anuncia que va a realizar una oferta o que está obligado a lanzarla y la fecha en que efectivamente lo hace, se «intoxique» la oferta con información diversa. Así, con su inclusión, el Decreto de Opas consigue que tras el anuncio de una opa y hasta que no se formalice mediante la presentación de la correspondiente solicitud de autorización, el oferente no vuelva a pronunciarse sobre ella.

#### (i) Ámbito temporal

Esta limitación, que no estaba recogida en el Decreto 1197/1991, es fruto de la referida estructura de formulación de las ofertas públicas instaurada por el Decreto de Opas: primero se anuncia la decisión u obligación de formular la oferta (artículo 16 del Decreto de Opas) y, posteriormente, en el plazo de un mes o tres

meses<sup>12</sup>, según sea el caso, el oferente presenta la solicitud de autorización de la oferta (artículo 17.3 del Decreto de Opas).

La limitación cubre, por tanto, un periodo temporal muy concreto, el que va desde *la fecha del anuncio previo de la oferta hasta la presentación de la solicitud de autorización de la opa* ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ambos límites temporales están claramente fijados, dotando así al precepto de la precisión y seguridad requeridas por la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores.

La limitación no abarca, por tanto, ningún momento anterior a la fecha del anuncio previo de la oferta ni posterior a la presentación de la solicitud de autorización de la opa.

No existen motivos evidentes que justifiquen la elección de la presentación de la solicitud de autorización de la oferta como el momento determinante del fin de la limitación. El Decreto de Opas también podría haber elegido la fecha en que la solicitud de autorización es admitida a trámite o incluso el momento en que la Comisión Nacional del Mercado de Valores autoriza la oferta —momento, este último, que hubiera sido consistente con el elegido en el apartado segundo del artículo 32—. En cualquier caso, y aunque puedan presentarse argumentos a favor y en contra de cualquiera de los momentos posibles, la opción tomada por el Decreto de Opas es clara y a partir de esta fecha la limitación deja de operar. No obstante, esto no quiere decir que desde la presentación de la opa el oferente tenga libertad absoluta para difundir la información que estime pertinente sobre la oferta. En primer lugar, cualquier información que se publique sobre la oferta deberá ser consistente con la contenida en el folleto presentado y, en segundo lugar, si el oferente va a promover la oferta por cualquier medio, tiene que informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre dichas formas de publicidad o difusión de la oferta (artículo. 20.1.c) Decreto de Opas).

<sup>12</sup> Excepcionalmente, y para el caso de ofertas competidoras obligatorias, cuando el hecho que da lugar a la obligación de formular la oferta se produce con posterioridad al plazo establecido para presentar las ofertas competidoras, la oferta deberá presentarse con carácter inmediato a la concurrencia del supuesto de hecho que determina su formulación y, en todo caso, en los cinco días hábiles siguientes (art. 42.1d) del Decreto de Opas).



### (ii) **Ámbito subjetivo de la limitación**

Esta limitación afecta a: (a) la propia sociedad oferente, (b) los miembros de los órganos de administración y dirección del oferente, (c) los accionistas de control del oferente, (d) los asesores del oferente, (e) las personas con las que actúe concertadamente el oferente, y (f) las demás personas que intervengan en la operación.

La enumeración recogida en el artículo 32.1, que pretende ser lo más completa posible, y cuyo contenido es, en general, bastante claro, contiene algunas cuestiones cuyo alcance consideramos necesario intentar aclarar.

#### **Los accionistas de control del oferente**

El artículo 32.1 del Decreto de Opas no aclara el concepto de «control» que se ha de tener en cuenta. Debido a que el artículo 4 del Decreto de Opas establece la noción de control aplicable a los efectos del régimen de opas, una primera interpretación nos conduce necesariamente a que se ha de entender que el accionista de control del oferente y, por tanto, el sujeto a la obligación de no difundir o publicar por cualquier medio cualquier dato o información que no conste en el anuncio previo de la oferta, es aquel que (i) haya alcanzado en el oferente, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% o (ii) que habiendo adquirido un porcentaje inferior, haya designado a más de la mitad de los miembros del órgano de administración del oferente en un plazo de 24 meses.

Esta interpretación tiene sentido si la entidad oferente es una sociedad cotizada. No obstante, si el oferente no es una sociedad cotizada, este concepto de control pudiera considerarse que es demasiado amplio. En el caso de sociedades no cotizadas, parecería más acorde con su realidad que se utilizase el criterio más general del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores. No obstante, el tenor literal del artículo 4 del Decreto de Opas supone un serio obstáculo para esta segunda interpretación.

#### **Las personas con las que actúe concertadamente el oferente**

El concepto de concierto relevante a los efectos de este precepto no puede ser otro que el recogido en el apartado 1.b) del artículo 5 del Decre-

to de Opas. No parece que se pueda justificar la utilización de un concepto de concierto distinto. Y más aún, si se tiene en cuenta que la enumeración de personas sujetas a la limitación del artículo 32.1 es muy amplia y que las incluidas bajo un concepto de concertación distinto del previsto en el artículo 5.1.b) serían seguramente subsumibles dentro de cualquiera de las restantes personas enumeradas por el precepto —p.ej., dentro de «*las demás personas que intervengan en la operación*»—. Por tanto, aquéllos cuyos derechos de voto se atribuyan a la persona que venga obligada a lanzar la oferta, también estarán sujetos a la limitación de difundir información no incluida en el anuncio previo de la oferta por estar concertados con el oferente.

#### **Las demás personas que intervengan en la operación**

El artículo 32.1 en su afán de ser lo más amplio posible, ha incluido una expresión excesivamente imprecisa que en el futuro podrá generar indudables problemas para determinar su alcance. Aunque «intervenir» en la oferta es un concepto que adolece de falta de precisión, parece claro que, además de los enumerados en el artículo 32.1, intervienen en la oferta el banco agente, los bancos financiadores del oferente, los expertos contratados por el oferente para acreditar que el precio ofrecido en la opa es equitativo, las agencias de publicidad contratadas por el oferente, etc. Mayores dudas plantean otras personas; como los accionistas de la sociedad afectada que se hayan comprometido a aceptar la oferta; o, por ejemplo, en el supuesto de una oferta acordada entre el oferente y el órgano de administración de la sociedad afectada, ¿abarca la limitación a este último?, y ¿a los asesores de la sociedad afectada?. Estas preguntas carecen de respuesta inmediata y desde una perspectiva eminentemente práctica, habrá que esperar a que la Comisión Nacional del Mercado de Valores fije criterio sobre estas cuestiones.

### (iii) **Ámbito objetivo de la limitación**

El contenido de la limitación es, en principio, la parte más clara y que menos dudas interpretativas ofrece del artículo 32.1 del Decreto de Opas. Las personas comprendidas en el ámbito subjetivo de esta disposición y durante el periodo a que la misma se refiere, deben abstenerse de «*difundir o publicar por cualquier medio cualquier dato o información que no conste en el anuncio previo de la*

*oferta*». El tenor literal de la limitación es muy amplio, no contiene excepciones, y persigue que el oferente no haga público ningún dato que no esté en el anuncio previo de la opa. Así, si tras este anuncio el oferente tuviese intención de informar al mercado de los motivos que determinan su oferta y de las bondades de esta, por ejemplo, haciendo una presentación de analistas o llevando a cabo un *road show*, deberá cerciorarse de que toda la información que vaya a hacer pública en aquélla o durante éste se encuentre incluida en el hecho relevante en el que el oferente anuncie su decisión u obligación de lanzar la opa. Una medida práctica que reducirá bastante las posibilidades de que se viole esta limitación, consiste en acompañar al hecho relevante la presentación que se vaya a dar a los analistas o a utilizar durante el *road show*.

### 3.2 · Limitaciones al ejercicio del control

La segunda limitación a la actuación del oferente viene recogida en el apartado segundo del artículo 32 del Decreto de Opas.

*«En el caso de una oferta obligatoria, mientras la oferta no sea autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el oferente y quienes actúen en concierto con él no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta, ni designar, directa o indirectamente, a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada»*

En primer lugar hay que apuntar que esta limitación está, en cierto modo, también recogida para los supuestos de ofertas públicas de adquisición sobrevenidas reguladas en los apartados 2 a 5 del artículo 7 del Decreto de Opas<sup>13</sup>. Y decimos «en cierto modo», porque a diferencia del precepto aquí examinado, la previsión de esta limitación incluida en estos apartados del artículo 7 es tangencial —la finalidad del artículo 7 es establecer el régimen de las ofertas indirectas o sobrevenidas y no regular las limitaciones a la actuación del oferente— y bastante más imprecisa<sup>14</sup>. En cualquier

caso, dado el carácter especial del artículo 32.2, que está dedicado a regular específicamente la limitación del ejercicio de derechos políticos por el oferente con anterioridad a la autorización de la opa; que el artículo 32.2 es de aplicación a todas las ofertas obligatorias —sin distinción—; y que la finalidad perseguida por ambos preceptos en este campo es la misma, entendemos que el régimen del artículo 32.2 es íntegramente aplicable a las ofertas públicas de adquisición sobrevenidas sin que deban considerarse las soluciones alternativas a que una interpretación literal del artículo 7 podrían llevar en algún caso<sup>15</sup>. Hay, por tanto, que entender que las posibles diferencias entre ambos preceptos son sólo atribuibles a una deficiente técnica legislativa.

En segundo lugar, hay que señalar que esta limitación sólo es de aplicación a las ofertas obligatorias cuando se alcanza el control reguladas en el capítulo II del Decreto de Opas. Por su propia naturaleza y como consecuencia de la estructura de los restantes tipos de ofertas —i.e., las ofertas voluntarias, las ofertas por exclusión y las ofertas públicas de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias—, esta limitación a la actuación del oferente no es predicable respecto de ellas.

Por último, y en cuanto al objetivo de la limitación, el Decreto de Opas pretende garantizar que el obligado a formular una opa por haber adquirido el control de una sociedad cotizada no ejerza de forma efectiva dicho control hasta que su obligación no se haya «consumado», lo cuál ocurrirá, a juicio del Decreto de Opas, con la autorización de la oferta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una vez la opa ha sido autorizada y por tanto, el oferente ha garantizado la contraprestación ofreci-

*porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición». En términos más precisos, el apartado 5 del citado artículo establece que «Las entidades financieras y cualquier otra persona o entidad que, en cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento de una emisión o de una oferta pública de venta de valores de una sociedad cotizada, alcance el porcentaje de derechos de voto establecidos en el artículo 4, deberán formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social y no podrán ejercer, los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes» (subrayado no original de la disposición).*

<sup>13</sup> Sin embargo, el apartado 1 del artículo 7 al regular las opas indirectas no incluye ninguna mención a esta limitación.

<sup>14</sup> Así, por ejemplo, el apartado 2 del artículo 7 establece que «Si, mediante una reducción de capital en una sociedad cotizada, algún accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de derecho de voto señalados en el artículo 4, dicho socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales

<sup>15</sup> Así, sobre la base de una interpretación literal de los apartados 2 a 5 del artículo 7, podría intentar sostenerse que en las opas sobrevenidas la limitación aquí examinada deja de operar a partir de la fecha de «formulación» de la oferta y no a partir de la fecha de su «autorización» por la Comisión Nacional del Mercado de Valores como establece el artículo 32.2.

da, la oferta ya no tiene «vuelta atrás»<sup>16</sup> y deja de ser necesario impedir al oferente que tome el control efectivo de la sociedad afectada.

### (i) Ámbito temporal de la limitación

El Decreto de Opas sólo fija el momento en que la limitación deja de operar, *la fecha en que la Comisión Nacional del Mercado de Valores autoriza la oferta*. Una vez la oferta sea autorizada, el oferente tendrá libertad de ejercer el control pleno sobre la sociedad afectada y, por tanto, de ejercitar todos los derechos de voto de que sea titular y de nombrar cuantos miembros del consejo de administración su participación accionarial le permita. Todo ello, sin tener que esperar a que la oferta se haya liquidado.

Al contrario de lo que sucede con la limitación prevista en el primer apartado del artículo 32, el apartado segundo no indica expresamente la fecha a partir de la cual esta limitación empieza a operar. Debido a que esta limitación sólo resulta de aplicación a las ofertas obligatorias, y más en concreto, a las ofertas obligatorias cuando se alcanza el control, el momento en que esta limitación entra en juego no puede ser otro que aquél en que ocurre el supuesto de hecho determinante de la obligación de formular la oferta obligatoria. Así, adquiridos valores que representen más del treinta por ciento de los derechos de voto de una sociedad cotizada, el adquirente deberá hacer pública esta situación inmediatamente (artículo 16.2 Decreto de Opas) y no podrá ejercer los derechos de voto de que sea titular que excedan del umbral de control —i.e., el 30% de los derechos de voto de la sociedad afectada— ni nombrar ningún miembro adicional del consejo de administración de la sociedad de que se trate.

Existe un supuesto en el que el límite temporal durante el que la limitación opera puede llegar a extenderse más allá de la fecha de la autorización de la oferta. Nos referimos a aquel supuesto en

que el oferente condicione la efectividad de la oferta obligatoria a la obtención de la autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia que correspondan (artículo 26 Decreto de Opas). En este caso, en tanto no haya recaído la resolución de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia —lo que puede tener lugar después de autorizada la oferta— el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta<sup>17</sup>.

Por último, el apartado 2 del artículo 26 del Decreto de Opas prevé otra particularidad respecto de esta limitación en aquellos casos en que la oferta obligatoria requiera la obtención de la autorización o no oposición de una autoridad regulatoria distinta de las de defensa de la competencia. En estos casos, el oferente no podrá ejercitar los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación sobre el umbral de control hasta que no haya recaído la correspondiente resolución administrativa. Y, como para estos supuestos, el Decreto de Opas establece que la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la opa hasta que no se obtenga la autorización administrativa, podría surgir la duda de si, en aplicación literal del artículo 26.2 del Decreto de Opas, el oferente podría ejercitar los derechos políticos sobre el exceso del umbral que obliga a lanzar la opa una vez obtenida la autorización administrativa y antes de que la opa sea aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A nuestro juicio, esta interpretación literal carece de fundamento y en atención a los términos del artículo 32.2 del Decreto de Opas, el oferente deberá esperar a la autorización de la opa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que pueda ejercitar el referido exceso de derechos políticos.

### (ii) Ámbito subjetivo de la limitación

El ámbito subjetivo de esta limitación comprende tanto al oferente como a quienes actúen en concierto con él. El concepto de concierto

<sup>16</sup> Aunque en sentido estricto las ofertas son irrevocables desde la fecha del anuncio previo de la opa (art. 30 Decreto de Opas), existe el riesgo de que el obligado incumpla su obligación de formularla. Una vez la oferta ha sido autorizada, la posibilidad de incumplimiento por el oferente está totalmente neutralizada ya que la contraprestación ofrecida en la opa está garantizada (art. 15 Decreto de Opas) y la facultad de desistir del oferente está limitada a tres supuestos excepcionales previstos en el artículo 33.2 del Decreto de Opas.

<sup>17</sup> Llama la atención que el artículo 26 circunscribe la limitación al no ejercicio de los derechos políticos correspondientes al exceso de la participación accionarial del oferente sobre el umbral del control, pero no hace referencia a la designación de ningún miembro adicional de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada.

relevante a los efectos de este precepto no puede ser otro que el recogido en el apartado 1.b) del artículo 5 del Decreto de Opas. La propia finalidad de la limitación hace que carezca de sentido utilizar un concepto distinto de concercación.

### (iii) Ámbito objetivo de la limitación

El contenido de la limitación también está claramente definido en la disposición analizada, que prohíbe (i) ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de la participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta y (ii) designar, directa o indirectamente, a algún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada.

La primera limitación no parece dar lugar a muchas dudas interpretativas. Su ámbito de aplicación se reduce a los supuestos en que el umbral de control rebasado es el previsto en el apartado 1.a) del artículo 4.1 del Decreto de Opas: «cuando se alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100». En estos casos, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes a las acciones adquiridas en exceso del umbral de control, pudiendo, por tanto, ejercitar todos los derechos políticos de las acciones que representen menos del 30% de los derechos de voto de la sociedad afectada. La única duda que, en su caso, pudiera asaltarnos con esta limitación es la relativa al concepto de «derechos políticos». El artículo 27 del Decreto de Opas incluye una definición derechos políticos, si bien ésta se incardina en el ámbito de las sanciones por haber incumplido la obligación de lanzar una opa. El artículo 27 enumera como derechos políticos derivados de las acciones:

*«el derecho de asistir y votar en las Juntas y Asambleas Generales; el derecho de información; el derecho de suscripción preferente; el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad; el derecho a impugnar los acuerdos sociales, salvo que estos sean contrarios a la Ley; y, en general, todos aquéllos que no tengan contenido exclusivamente económico».*

Es al menos discutible en qué medida esta enumeración de derechos políticos es íntegramente trasladable a la limitación que aquí nos ocupa. El derecho político cuyo ejercicio pretende principalmente el artículo 32.2 del Decreto de Opas

es el derecho de voto, derecho político por antonomasia y que otorga el control que genera la obligación de formular una opa. La norma trata de que hasta que no se autorice la opa, el oferente no ejercite los derechos de voto correspondientes a la parte de su participación accionarial igual o superior al 30% del capital de la sociedad afectada, es decir, los que le otorgarían el control efectivo de la sociedad afectada. El que no pueda ejercitar los restantes derechos políticos correspondientes a dicho exceso no tiene trascendencia práctica alguna. Y esto se debe a que no hay ningún derecho político adicional, distinto del voto, ligado a tener el 30% o más del capital social de una sociedad cotizada. Con el 29% del capital social de la sociedad afectada, el oferente podrá asistir a las juntas generales; pedir información y enervar la facultad del consejo de denegar la información solicitada por entender que es contrario al interés social (artículo 112.4 de la Ley de Sociedades Anónimas); impugnar acuerdos sociales y pedir su suspensión; solicitar la convocatoria de una junta general de accionistas; etc.

Una duda con trascendencia práctica que puede plantearse es si esta limitación también comprende a los derechos de suscripción preferente correspondientes a la participación que el oferente posea en el capital social de la sociedad afectada en exceso del 30%. El carácter mixto del derecho de suscripción preferente<sup>18</sup> —que tiene una vertiente patrimonial y una política, la encaminada a evitar la dilución de la participación de su titular en el capital social de la sociedad— y el tenor literal del artículo 27 del Decreto de Opas, nos llevan a inclinarnos por una respuesta afirmativa: el oferente no podrá ejercitar los derechos de suscripción preferente correspondientes a su participación en el capital de la sociedad afectada en exceso del 30% hasta que la opa no sea autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<sup>18</sup> Sobre la naturaleza mixta del derecho de suscripción preferente, véase, entre otros, R. Uría, A. Menéndez y J. García de Enterría: «La Sociedad Anónima: La Modificación de los Estatutos Sociales», en *Curso de Derecho Mercantil* (R. Uría y A. Menéndez), Madrid, 2006, 2.ª edic., V.I, págs. 1042-1043; A. Fernández-Albor: «Comentario al Artículo 48», en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (I. Arroyo y J. M. Embid, coords.), Madrid, 2001, V.I, págs. 475-476.

La segunda limitación tampoco plantea muchas dudas. El oferente no podrá designar, directa o indirectamente, a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada. Es decir, no puede designar a ningún miembro adicional a aquéllos que tuviese en el momento que surgió la obligación de lanzar la oferta obligatoria o que determinaron su obligación de formularla, en el supuesto de que el umbral de control rebasado sea el previsto en el apartado 1.b) del artículo 4.

### 3.3 · Límites a la adquisición por el oferente de valores de la sociedad afectada

Los apartados tres a cinco del artículo 32 vienen a confirmar que la adquisición de acciones de la sociedad afectada durante la tramitación de la opa y al margen de la misma es totalmente lícita en España. De este modo, el Decreto de Opas pone fin a la polémica surgida bajo el Decreto 1197/1991 como consecuencia de la práctica seguida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de exigir a los oferentes un compromiso de no adquirir al margen de la opa y durante su tramitación acciones de la sociedad afectada.

El apartado tercero del artículo 32 comienza enunciando un principio general sobre esta particular cuestión: «*el oferente podrá adquirir valores de la sociedad afectada en todo momento*». Por tanto, los apartados tercero a quinto del artículo 32 no constituyen, en sentido estricto, una limitación a la actuación del oferente. Estos apartados lo que hacen es anudar una serie de consecuencias a la referida adquisición, cuando ésta tenga lugar en el periodo comprendido entre la fecha del anuncio previo de la oferta (artículo 16 Decreto de Opas) y la de publicación del resultado de la oferta (artículo 36 Decreto de Opas).

La adquisición, bien por el oferente bien por las personas concertadas con él, de valores de la sociedad afectada al margen de la oferta durante el periodo indicado tendrá las siguientes consecuencias:

(i) Si la oferta está condicionada a la obtención de un número mínimo de aceptaciones, la adquisición supondrá la eliminación de dicha condición y de cualquiera otra que se hubiera establecido. En este punto, el Decreto de Opas es más estricto que el Decreto 1197/1991, que sólo preveía la eliminación de los límites mínimo y máximo a los que se hubiera sujetado la oferta, pero no de las restantes condiciones.

(ii) Si la contraprestación ofrecida consistiera total o parcialmente en valores del oferente<sup>19</sup>, la adquisición determinará que se deba ofrecer una contraprestación alternativa en efectivo equivalente, al menos, al precio más alto satisfecho por los valores adquiridos al margen de la oferta. La norma no dice que la adquisición realizada al margen del procedimiento de la oferta deba ser una adquisición en efectivo para que esta consecuencia se desencadene. No obstante, parece ésta una interpretación razonable del precepto. Sólo tendría justificación que se impusiese al oferente la obligación de ofrecer una contraprestación alternativa en efectivo si la adquisición realizada al margen de la opa también se hizo en efectivo. Si la adquisición realizada al margen de la opa se hubiese llevado a cabo canjeando valores de la sociedad afectada por los mismos valores ofrecidos como contraprestación en la oferta, no parece que proceda exigir al oferente que facilite una contraprestación alternativa en efectivo.

La misma regla aplica cuando la contraprestación ofrecida en la opa consista en valores no emitidos por el oferente, si durante el periodo en que esta limitación opera el oferente o las personas concertadas con él adquieren los valores ofrecidos en canje.

(iii) Si la contraprestación de la oferta consiste exclusivamente en efectivo, la adquisición por precio superior al ofrecido en la opa determinará automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos. En tales casos deberán ampliarse las garantías que hubiesen sido aportadas. La ampliación deberá hacerse efectiva en el plazo de tres días hábiles desde que se produjo la adquisición.

Las adquisiciones deberán comunicarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores como información relevante en el mismo día en que se realicen, indicando los precios pagados y acordados. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá reabrir la oferta y adoptar las medidas que considere necesarias en relación con la modificación sobrevenida de las condiciones de la oferta.

<sup>19</sup> El apartado 4 del artículo 32 hace referencia a que los valores ofrecidos en la opa sean de la sociedad afectada. La referencia a la sociedad afectada debe entenderse que es un error material y que los valores ofrecidos a los que se refiere el precepto son los del oferente. Cualquier solución en contrario carecería de sentido.

### 3.4 · Limitaciones a la transmisión de acciones de la sociedad afectada y de los valores ofrecidos en canje

La última limitación a la actuación del oferente prevista en el artículo 32 del Decreto de Opas viene recogida en su apartado 7.

*«En ningún caso, el oferente o las personas que actúen en concierto con el mismo, podrán transmitir acciones de la sociedad afectada hasta la liquidación de la oferta. Esta regla se aplicará igualmente a la transmisión de los valores ofrecidos en las ofertas cuya contraprestación consista total o parcialmente en valores.»*

#### (i) Ámbito temporal de la limitación

Al igual que sucede en otros apartados del artículo 32, el séptimo sólo fija el momento en que la limitación deja de operar, la fecha de liquidación de la oferta. Fecha que, por otro lado, no coincide con ninguna de las aplicables a las restantes limitaciones a la actuación del oferente previstas en el artículo 32.

El apartado séptimo no indica expresamente la fecha a partir de la cual esta limitación empieza a operar. A estos efectos, parece razonable utilizar el mismo momento en que la limitación a la adquisición de valores de la sociedad afectada por el oferente comienza a ser de aplicación —i.e., desde la fecha del anuncio previo de la oferta—.

#### (ii) Ámbito subjetivo de la limitación

Al igual que en las limitaciones al ejercicio del control de la sociedad afectada por el oferente (*vid.* apartado 3.2 *supra*) y a la adquisición por éste de valores de la sociedad afectada (*vid.* apartado 3.3 *supra*), el apartado 7 del artículo 32 del Decreto de Opas extiende esta limitación tanto al oferente como a quienes actúen en con-

cierto con él. Como en aquellos casos, el concepto de concierto relevante a los efectos de este precepto no puede ser otro que el recogido en el apartado 1.b) del artículo 5 del Decreto de Opas.

#### (iii) Ámbito objetivo de la limitación

El contenido de la limitación es muy claro y ofrece pocas dudas interpretativas. Las personas comprendidas en el ámbito subjetivo de esta disposición y durante el periodo a que la misma se refiere, no pueden (i) con carácter general, transmitir acciones de la sociedad afectada, y (ii) además, en las ofertas de canje —incluidas aquellas en que la contraprestación ofrecida sean parcialmente valores—, transmitir los valores ofrecidos en canje.

La aplicación de esta limitación puede suscitar problemas prácticos de alguna trascendencia en aquellas ofertas en que el oferente sea una entidad muy activa en los mercados financieros, por ejemplo, un banco. El banco-oferente durante la tramitación de la oferta puede verse obligado a transmitir valores afectados por la limitación como consecuencia de operaciones totalmente ajenas a la opa. Por ejemplo, para liquidar coberturas de derivados celebrados con clientes con anterioridad a la formulación de la oferta. Para estos casos, en que la transmisión de valores no permitida por el artículo 32 es totalmente ajena a la oferta, debería realizarse una interpretación acorde con la finalidad del precepto, que no es otro que prohibir transmisiones que puedan perturbar la opa. Y, por tanto, entender que, pese al tenor literal del precepto, el oferente podrá realizar transmisiones de acciones de la sociedad afectada o de los valores ofrecidos en canje, cuando dichas transmisiones se enmarquen en operaciones ajenas a la opa.