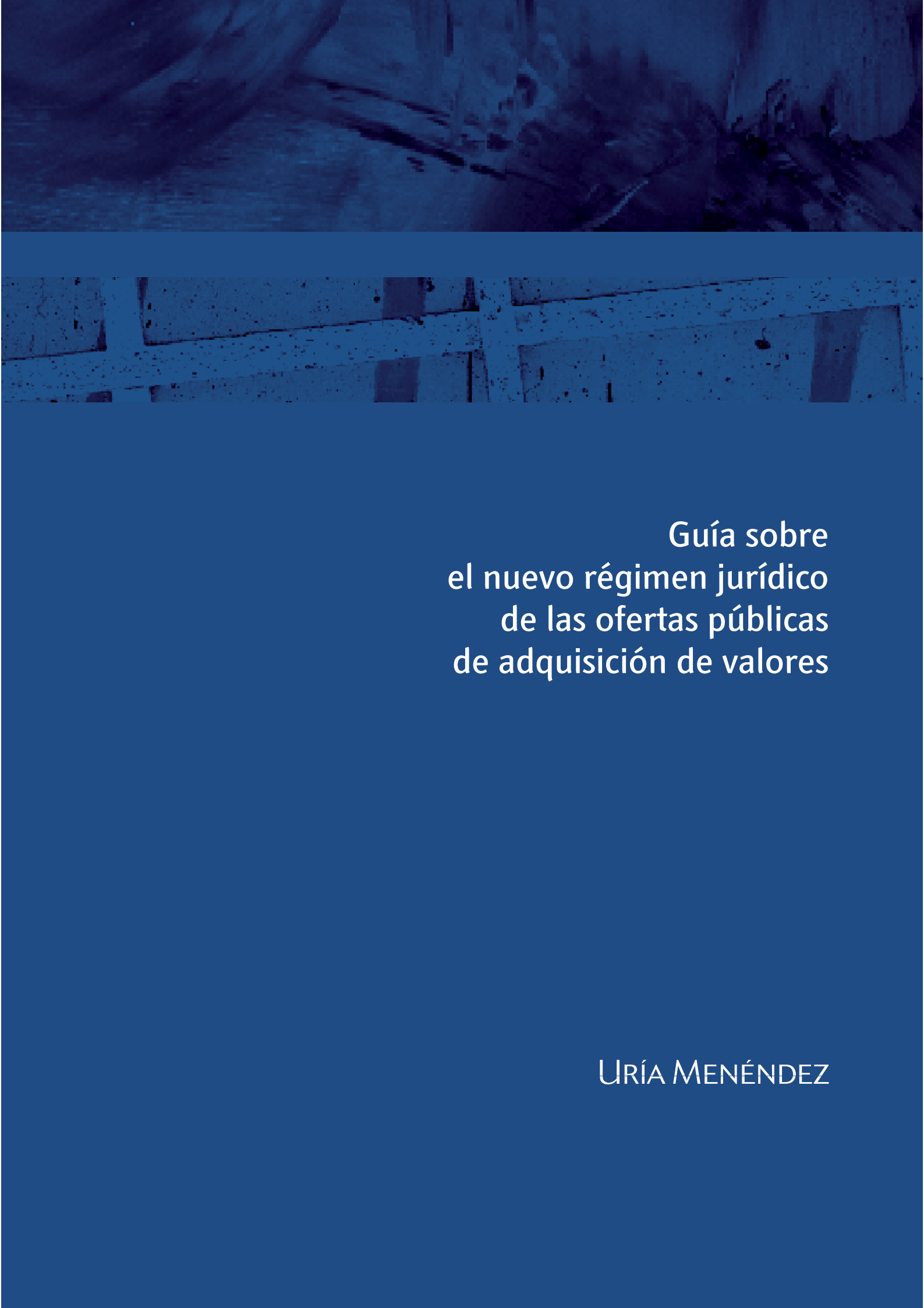




Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores

URÍA MENÉNDEZ

ADVERTENCIA

La presente guía tiene una finalidad exclusivamente divulgativa en relación con determinados aspectos de la normativa española sobre ofertas públicas de adquisición de valores. En consecuencia, la información y comentarios que aquí se reflejan son de carácter general y no constituyen asesoramiento jurídico de ningún tipo.

La presente guía está actualizada a 19 de septiembre de 2007 y Uría Menéndez no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

ÍNDICE

	GLOSARIO DE TÉRMINOS DEFINIDOS	11
	PRESENTACIÓN	13
PARTE PRIMERA	PREGUNTAS Y RESPUESTAS FRECUENTES SOBRE EL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES	15
	1. MARCO REGULATORIO —ÁMBITO SUBJETIVO, NORMATIVA APLICABLE, RÉGIMEN SANCIONADOR— Y TIPOS DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES	15
	1.1. ¿Qué normativa regula en España las ofertas públicas de adquisición de valores?	15
	1.2. ¿Cuáles son las autoridades supervisoras en materia de ofertas públicas de adquisición de valores?	15
	1.3. ¿A quién se le aplica la normativa española sobre ofertas públicas de adquisición de valores?	15
	1.4. ¿Qué sanciones acarrea el incumplimiento de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición?.....	17
	1.5. Tipos de opa: obligatoria y voluntaria.....	18
	1.6. Otros tipos de opa: exclusión y reducción de capital	20
	1.7. ¿Se aplican reglas distintas a las ofertas obligatorias y a las voluntarias?; ¿debe formularse una oferta obligatoria si se alcanza el control a través de una oferta voluntaria?.....	20
	2. PREPARACIÓN DE LA OFERTA — <i>DUE DILIGENCE</i> , <i>BREAK-UP FEES</i> , ACUERDOS IRREVOCABLES, ETC.—	23
	2.1. ¿Pueden el oferente y la sociedad afectada o sus administradores llegar a acuerdos en relación con la oferta —p.ej., contratos de confidencialidad, contratos de exclusividad, compromisos de recomendar la oferta, etc.—?	23
	2.2. ¿Puede la sociedad afectada acordar un <i>break-up fee</i> con el oferente—?	24
	2.3. ¿Puede el oferente obtener de algún accionista de la sociedad afectada el compromiso de aceptar la oferta —i.e., un compromiso irrevocable—?.....	24
	2.4. ¿Se puede hacer <i>due diligence</i> de la sociedad afectada?; ¿existe alguna restricción desde la perspectiva de la normativa sobre información privilegiada?	25
	2.5. ¿Tienen los oferentes competidores derecho a recibir la misma información que se haya suministrado a oferentes previos?	26

2.6. ¿Puede el oferente obtener declaraciones y garantías para protegerse de las potenciales contingencias de la sociedad afectada?.....	26
2.7. ¿Qué obligaciones de información tiene el oferente si la oferta se filtra al mercado antes de que se haga efectiva?.....	27
2.8. ¿Puede el futuro oferente adquirir acciones antes de la formulación de la opa?.....	27
3. CONCEPTO DE CONTROL Y UMBRALES DE OPA OBLIGATORIA—CONTROL DIRECTO E INDIRECTO, PACTOS PARASOCIALES, REGLAS DE CÓMPUTO—	29
3.1. ¿Cuáles son los umbrales de control relevantes a efectos de opa?.....	29
3.2. ¿De qué modos puede alcanzarse el control de una compañía cotizada?	29
3.3. ¿Qué consecuencias tiene alcanzar el control de una compañía cotizada?	30
3.4. ¿En qué supuestos la concertación de dos o más accionistas determina la obligación de formular opa?.....	30
3.5. ¿Pueden atribuirse a un accionista derechos de voto pertenecientes a otros?; ¿qué reglas existen al respecto?.....	31
3.6. ¿Cuál es la base para el cómputo de los porcentajes de voto?; ¿se incluye o se excluye la autocartera?	32
3.7. ¿Existen reglas especiales sobre tomas de control indirectas o sobrevenidas de sociedades cotizadas?	32
3.7.1. Fusión o toma de control de otra sociedad o entidad (“Entidad Accionista”) que tenga participación directa o indirecta en una tercera sociedad cotizada (“Sociedad Cotizada”)	32
3.7.2. Reducción de capital de una sociedad cotizada	33
3.7.3. Conversión o canje de valores.....	34
3.7.4. Variaciones de autocartera	34
3.7.5. Compromisos de aseguramiento de emisiones.....	35
3.8. ¿Quién está obligado a formular la oferta?	35
3.9. En el caso de opa por designación de más de la mitad de los consejeros, ¿cómo se determina que dichos consejeros han sido nombrados por el accionista en cuestión?	36
3.10. ¿Es obligatoria la formulación de una oferta pública cuando la adquisición de las acciones de la sociedad afectada se enmarca dentro de una redistribución de valores dentro del mismo grupo?	36
4. CONTRAPRESTACIÓN DE LA OPA—PRECIO MÍNIMO, AJUSTES Y MODIFICACIONES, GARANTÍAS, PARIDAD DE TRATO, ETC.—	37

4.1. ¿A qué precio se debe lanzar una opa?	37
4.2. ¿Existen excepciones a la obligación de lanzar una opa obligatoria al precio equitativo?	37
4.3. ¿Se puede ofrecer un precio distinto o algún tipo de ventaja a los accionistas con los que se hubiere pactado por adelantado la aceptación de una opa?.....	38
4.4. ¿Cómo se puede pagar?; ¿se pueden ofrecer acciones?; ¿en qué condiciones?	38
4.5. ¿Cómo y cuándo se debe garantizar la contraprestación ofrecida?	39
4.6. ¿Hasta cuándo se puede modificar el precio y qué consecuencias tiene?.....	39
4.7. ¿Puede el oferente adquirir acciones de la sociedad afectada al margen de la opa durante su tramitación?; ¿qué consecuencias tiene dicha adquisición?	40
5. EXCLUSIONES Y SUPUESTOS DISPENSABLES	41
5.1. ¿Qué diferencia existe entre supuestos excluidos, supuestos dispensables y supuestos no sujetos a la obligación de formular una opa?.....	41
5.2. ¿En qué supuestos excluye la nueva norma la obligación de formular una opa y cuáles son las principales novedades que presenta respecto al régimen anterior?	41
5.3. ¿En qué supuestos y bajo qué condiciones puede la CNMV dispensar de la obligación de formular una opa?	43
5.4. ¿Qué otros supuestos de exclusión prevé el Real Decreto y qué condiciones deben cumplirse para que se aplique la exención de formular una opa?	43
6. CONDICIONES DE LA OFERTA	45
6.1. ¿A qué condiciones se puede sujetar la efectividad de la oferta?	45
6.2. ¿Se puede renunciar al cumplimiento de las condiciones?; ¿hasta cuándo?.....	46
6.3. ¿Se puede sujetar la efectividad de la opa a la aprobación de la operación por las autoridades de defensa de la competencia o de otros organismos regulatorios?.....	46
7. OFERTAS DE EXCLUSIÓN	49
7.1. ¿Es siempre necesario hacer una opa si se quiere excluir de bolsa a una sociedad?	49
7.2. ¿Quién tiene que formular la opa de exclusión?; ¿a qué precio?	50

7.3. Si se tiene la intención de excluir a la sociedad de bolsa, ¿se tiene que decir en el folleto de la opa?.....	50
8. PROCEDIMIENTO DE AUTORIZACIÓN DE LA OFERTA —COMUNICACIÓN PÚBLICA, PRESENTACIÓN DE LA OFERTA, DOCUMENTACIÓN DE LA OFERTA, INFORME DE ADMINISTRADORES—.....	51
8.1. ¿Cómo y cuándo se debe anunciar la decisión u obligación de realizar una opa?	51
8.2. ¿Debe comunicarse la decisión u obligación de lanzar una opa a los trabajadores de las sociedades implicadas?	52
8.3. ¿Cómo y cuándo debe presentarse la solicitud de autorización de una opa?; ¿qué documentación debe acompañarse a la solicitud de autorización?	52
8.4. ¿Cuál es el contenido que debe incluir el folleto de la opa?	53
8.5. ¿En qué plazo debe autorizarse o denegarse la opa?.....	54
8.6. ¿Cómo se hace pública la opa?	54
8.7. ¿Cómo y cuándo manifiesta el consejo de administración de la sociedad afectada su posición respecto de la opa?.....	55
9. PLAZO DE ACEPTACIÓN, DECLARACIONES DE ACEPTACIÓN Y REGLAS SOBRE LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA.....	57
9.1. ¿Cómo se acepta una opa?; ¿qué plazo hay para aceptar y cuándo comienza?	57
9.2. ¿Las aceptaciones son irrevocables?	58
9.3. ¿Cómo se liquida una opa?; ¿cuál es la fecha de efectos de la liquidación?.....	58
10. MEDIDAS DEFENSIVAS Y NEUTRALIZACIÓN	59
10.1. ¿Qué clase de medidas defensivas previas puede establecer una sociedad cotizada?.....	59
10.2. ¿Cómo puede un oferente conocer las medidas defensivas previas de que dispone una sociedad cotizada?	60
10.3. ¿Se pueden neutralizar las medidas defensivas previas de una sociedad?.....	60
10.4. ¿Cómo se pueden neutralizar las medidas defensivas previas de una sociedad?	61
10.5. ¿Puede excluirse la neutralización de medidas defensivas en caso de falta de reciprocidad?.....	62
11. DEBER DE PASIVIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD AFECTADA	63

11.1. ¿Está sujeto el consejo de administración de la sociedad afectada al deber de pasividad?; ¿cuáles son las excepciones al deber de pasividad?.....	63
11.2. ¿Hay algún límite a las medidas defensivas que puede emprender el consejo de administración de la sociedad afectada con autorización de la junta?.....	64
11.3. ¿Puede excluirse el deber de pasividad en caso de falta de reciprocidad?	64
12. MODIFICACIÓN, DESISTIMIENTO Y CESACIÓN DE EFECTOS DE LA OFERTA	67
12.1. ¿En qué condiciones puede el oferente modificar una oferta?.....	67
12.2. ¿Qué procedimiento se aplica a la modificación de la oferta?.....	67
12.3. ¿Puede el oferente desistir de la oferta?	68
12.4. ¿En qué casos queda sin efecto la oferta?	69
13. OFERTAS COMPETIDORAS.....	71
13.1. ¿Qué condiciones o requisitos mínimos deben cumplir las ofertas competidoras?.....	71
13.2. ¿Hasta cuándo puede presentarse una opa competidora?	72
13.3. ¿En qué plazo debe autorizarse o denegarse la oferta competidora?	72
13.4. ¿Qué implicaciones tiene para el calendario de la opa la presentación de una oferta competidora?.....	73
13.5. ¿Qué efectos tiene la opa competidora respecto de las ofertas previas: renuncia y modificación?	73
13.6. ¿Puede un accionista que haya aceptado una oferta previa revocar su aceptación para acudir a la opa competidora?	74
13.7. ¿Cómo finaliza el proceso de ofertas competidoras?; ¿tiene algún tipo de ventajas el primer oferente?	74
13.8. ¿Puede sumarse otro oferente a una oferta previa ya autorizada? ...	75
14. DERECHOS DE COMPRA Y VENTA FORZOSAS	77
14.1. ¿En qué consisten los derechos de compra y venta forzosas?	77
14.2. ¿Quiénes son los destinatarios y beneficiarios de los derechos de compra y venta forzosas?.....	78
14.3. ¿Qué requisitos se exigen para que surjan los derechos de compra y venta forzosas?	79
14.4. ¿Puede el oferente condicionar su oferta a alcanzar un porcentaje que le permita ejercitar su derecho a la compraventa forzosa?	80
14.5. ¿Qué contraprestación se debe satisfacer en las compraventas forzosas?	81

14.6. ¿Cuándo deben ejercitarse los derechos de compra y venta forzosa y qué procedimiento ha de seguirse para su ejecución?	81
14.7. ¿Cómo y cuándo se liquidan las compraventas forzosa y a quién corresponde soportar sus gastos?	82
14.8. ¿Cuál es la relación entre los derechos de compra y venta forzosa y las ofertas de exclusión?	82

APÉNDICE DOCUMENTAL 84

PARTE SEGUNDA

1. CALENDARIO DE OPA VOLUNTARIA SIN CONSIDERAR OPAS COMPETIDORAS.....	85
2. CALENDARIO DE OPA VOLUNTARIA CONSIDERANDO OPAS COMPETIDORAS.....	87
3. DISPOSICIONES RELATIVAS A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES INCLUIDAS EN LA LEY 6/2007, DE 12 DE ABRIL, DE REFORMA DE LA LEY 24/1988, DE 28 JULIO, DEL MERCADO DE VALORES, PARA LA MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DE LA TRANSPARENCIA DE LOS EMISORES	91
4. REAL DECRETO 1066/2007, DE 27 DE JULIO, SOBRE EL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES.....	102
5. DIRECTIVA 2004/25/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 21 DE ABRIL DE 2004 RELATIVA A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN	152
6. DATOS DE CONTACTO EN URÍA MENÉNDEZ	172

GLOSARIO DE TÉRMINOS DEFINIDOS

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Directiva 2004/25/CE: Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición

Ley del Mercado de Valores o LMV: Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

Ley de Sociedades Anónimas: Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre

Ley 6/2007: Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores

Opa: oferta pública de adquisición de valores

Real Decreto o RD: Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

Real Decreto 1197/1991: Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

PRESENTACIÓN

La aprobación de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores y del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, que la desarrolla, constituye una de las novedades más importantes que ha sufrido la legislación mercantil española en los últimos años. Mediante ambas normas se incorpora en España la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición y se culmina así, aunque de forma incompleta, el proceso iniciado hace más de una década de instaurar en los Estados miembros de la Unión Europea unas reglas de juego uniformes sobre las ofertas públicas de adquisición de valores. Y decimos “de forma incompleta”, porque la Directiva 2004/25/CE, para poder ser aprobada, tuvo que renunciar a buena parte de los ambiciosos objetivos que informaron sus primeros pasos y contentarse con ser una «directiva de mínimos» que permite a los Estados miembros adoptar posiciones tendentes a la protección de sus empresas nacionales siempre que respeten unas condiciones básicas.

En cualquier caso, y aunque la Directiva 2004/25/CE no haya alcanzado su objetivo inicial de instaurar en Europa un mercado único de las tomas de control empresariales, hay que advertir que las normas españolas dictadas para su transposición suponen una revolución para el mercado nacional. La Ley 6/2007 y el Real Decreto 1066/2007 han cambiado radicalmente la estructura de las ofertas públicas de adquisición y este cambio va a influir de forma notable en las fusiones y adquisiciones de compañías cotizadas españolas durante los próximos años. Además, la nueva regulación no se ha limitado a transponer la norma comunitaria, sino que ha aprovechado toda la experiencia acumulada durante la vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, para establecer un régimen más moderno y sofisticado que el anterior y que coloca a la legislación española sobre ofertas públicas de adquisición de valores a la vanguardia de los países de nuestro entorno. La modificación viene así a dar respuesta a la necesidad de mejora del régimen español que nuestro mercado hace tiempo que venía reclamando.

El nuevo régimen de ofertas públicas de adquisición de valores, siguiendo los dictados de la Directiva 2004/25/CE, ha introducido tres modificaciones estructurales de gran calado.

La primera consiste en instaurar un sistema de opa obligatoria y *a posteriori*. El Real Decreto 1197/1991 establecía un sistema de opa obligatoria y *a priori* en el que aquél que tenía la intención de rebasar alguno de los umbrales relevantes a efectos de opa —fundamentalmente, el 25 % o el 50 % del capital social de una sociedad cotizada— no podía adquirir ninguna acción de la sociedad afectada sin la previa formulación de una oferta pública

de adquisición de valores. Por el contrario, con la nueva regulación, la obligación de lanzar una opa no surge por la intención del oferente de rebasar el umbral de control establecido —fijado ahora en el 30 % del capital social con derecho de voto o en el nombramiento de más de la mitad de los miembros del órgano de administración—, sino, precisamente, por alcanzarlo.

El segundo cambio estructural introducido por el nuevo régimen de opas es la eliminación de las ofertas parciales obligatorias. Cuando surge la obligación de formular una opa por haberse adquirido el control de una sociedad cotizada, la opa debe dirigirse a la adquisición de todos los valores de la sociedad afectada. Se abandona así el régimen de ofertas parciales previsto por el Real Decreto 1197/1991 que sólo establecía la obligación de lanzar una opa total cuando se fuese a rebasar el umbral del 50 % del capital social de la sociedad afectada. En los casos en que el oferente sólo tuviese intención de exceder el 25 % del capital social de la sociedad afectada sin alcanzar o rebasar el 50 %, la opa obligatoria sólo tenía que formularse por un 10 % de su capital.

La tercera modificación, vinculada al régimen de opa *a posteriori*, es la instauración del concepto de “precio equitativo”. Aquél que deba lanzar una opa obligatoria ya no podrá hacerlo a cualquier precio, sino que deberá formularla al precio equitativo, siendo éste igual al más elevado que el oferente, o personas que actúen concertadamente con él, hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la opa.

Estos son sólo tres ejemplos de la larga lista de novedades introducidas por la Ley 6/2007 y el Real Decreto 1066/2007, que incluye, entre otras, la regulación del *squeeze-out*, de los *break-up fees* y de las medidas de neutralización.

El objeto de esta guía, y de ahí su nombre, es ayudar a nuestros clientes a orientarse en esta *terra incógnita* que constituye la regulación sobre ofertas públicas de adquisición de valores que estrenamos en agosto de 2007. No pretende ser un tratado sobre opas ni solventar todas las dudas que la Ley 6/2007 y el Real Decreto 1066/2007 plantean. Sólo aspira dar respuesta a algunas de aquellas preguntas que se están planteando con más frecuencia en estos primeros momentos de cambio normativo.

Septiembre de 2007

Marco regulatorio –ámbito subjetivo,
normativa aplicable, régimen sancionador–
y tipos de ofertas públicas de adquisición de valores

1

1.1. ¿Qué normativa regula en España las ofertas públicas de adquisición de valores?

En España, las ofertas públicas de adquisición se rigen por la Ley del Mercado de Valores, modificada por la Ley 6/2007. Como desarrollo reglamentario de esta ley se ha promulgado el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

1.2. ¿Cuáles son las autoridades supervisoras en materia de ofertas públicas de adquisición de valores?

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

1.3. ¿A quién se le aplica la normativa española sobre ofertas públicas de adquisición de valores?

El artículo 1 del Real Decreto, siguiendo las previsiones de la Directiva 2004/25/CE, establece el ámbito de aplicación de la normativa española sobre ofertas públicas de adquisición de valores. Ésta será de aplicación en los siguientes supuestos:

- (a) A las ofertas sobre sociedades cuyas acciones estén, total o parcialmente, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España.

No será, sin embargo, de aplicación dicha normativa a las ofertas públicas de adquisición de acciones de sociedades de inversión de capital variable ni a las ofertas públicas de adquisición de acciones de los bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea.

- (b) A las ofertas sobre sociedades que tengan su domicilio social en un Estado miembro de la Unión Europea distinto de España y cuyas acciones no estén admitidas a negociación en un mercado regulado en dicho Estado, cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias:
- (i) que las acciones de la sociedad sólo estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español;
 - (ii) que la primera admisión a negociación de las acciones en un mercado regulado lo haya sido en un mercado secundario oficial español;
 - (iii) que las acciones de la sociedad sean admitidas a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español, y la sociedad así lo decida mediante notificación a dichos mercados y a sus autoridades competentes el primer día de negociación de sus acciones; o
 - (iv) que el 20 de mayo de 2006 las acciones de la sociedad ya hubieran sido admitidas a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español y la CNMV así lo hubiera acordado con las autoridades competentes de los demás mercados en los que se hubieran admitido a negociación o, a falta de acuerdo, así lo hubiera decidido la sociedad.

En los casos previstos en esta letra (b), la oferta se registrará por las siguientes normas:

- (1) La decisión sobre la autorización de la oferta corresponderá a la CNMV.
 - (2) Los asuntos relativos a la contraprestación o precio ofrecido en el procedimiento de oferta, a la información sobre la decisión del oferente de presentar una oferta, al contenido del folleto explicativo, a la difusión de la oferta y a las ofertas competidoras estarán sujetos a lo dispuesto en el Real Decreto.
 - (3) Por el contrario, las normas del Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social determinarán la información que debe facilitarse al personal de la sociedad afectada y, en los aspectos relativos al Derecho de sociedades, en particular el porcentaje de derechos de voto que confiere el control y las excepciones a la obligación de formular una oferta, así como las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender una acción que pueda perturbar el desarrollo de la oferta. Las autoridades de dicho Estado serán también las competentes en relación con todos estos aspectos.
- (c) Cuando la sociedad afectada no tenga su domicilio social en España ni en ningún otro Estado miembro de la Unión Europea y sus acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español. En este caso, solo serán de aplicación a la oferta pública de adquisición de valores las reglas previstas en los párrafos (b)(1) y (2) anteriores.
- (d) En el caso de que la sociedad afectada tenga domicilio social en España pero sus valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español. En este caso, solo serán de aplicación a la oferta pública de adquisición de valores las reglas previstas en el párrafo (b)(3) anterior.

Este régimen de determinación de la ley aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores, tributario del sistema previsto en la Directiva 2004/25/CE, y especialmente los supuestos previstos en los párrafos (c) y (d) anteriores, puede acarrear problemas prácticos de

aplicación cuando entren en juego jurisdicciones no armonizadas por la norma comunitaria y en las que, por tanto, las normas de conflicto aplicables pueden, potencialmente, diferir de las existentes a nivel comunitario. En el caso, por ejemplo, de una sociedad con domicilio social en España y con acciones admitidas a negociación en un mercado de un Estado no miembro de la Unión Europea —supuesto previsto en el párrafo (d) anterior—, nuestras normas de conflicto establecen que la normativa española sobre opas es la que regula las excepciones a la obligación de formular una oferta. Podría darse el caso, sin embargo, de que la legislación sobre ofertas públicas de dicho país no tenga una norma de conflicto paralela a la del Real Decreto y se declare competente para regular esta misma materia.

1.4. ¿Qué sanciones acarrea el incumplimiento de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición?

Las sanciones que se derivan del incumplimiento de la normativa de ofertas públicas de adquisición de valores están recogidas en la Ley del Mercado de Valores.

El artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores contempla como infracciones muy graves las siguientes:

- (a) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 60 —relativo a las ofertas públicas de adquisición obligatorias cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada (*vid.* 1.5 *infra*)— y 61 —relativo a las ofertas públicas de adquisición voluntarias— de la Ley del Mercado de Valores y en la normativa dictada en desarrollo de éstos —i.e., el Real Decreto—. El precepto incluye un listado ejemplificativo de potenciales incumplimientos que comprende, entre otros: (i) el incumplimiento de la obligación de presentar una oferta pública de adquisición de valores, (ii) su presentación fuera del plazo máximo o con irregularidades esenciales, (iii) la realización de la oferta pública de adquisición de valores sin la debida autorización, (iv) la falta de publicación o de remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla; y (v) la publicación o el suministro de información o documentación relativas a una oferta pública de adquisición de valores con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a error, cuando la información o documentación sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.
- (b) El incumplimiento por los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada de las obligaciones en materia de pasividad establecidas en la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto (*vid.* 11 *infra*).
- (c) El incumplimiento de las obligaciones en materia de exclusión de negociación (*vid.* 7 *infra*) y de medidas de neutralización (*vid.* 10 *infra*) establecidas en la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto.

El artículo 102 de la Ley del Mercado de Valores prevé un catálogo de sanciones que podrán ser impuestas por la comisión de infracciones muy graves. De este catálogo destaca la sanción consistente en 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 % de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 % de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción o 300.506 €.

Sin perjuicio de las sanciones previstas en el referido artículo 102, la Ley del Mercado de Valores (art. 60.3) establece que el que incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición de valores no podrá ejercitar los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título y presume que ha incumplido dicha obligación quien no presente la oferta o lo haga fuera de plazo o con irregularidades esenciales. Así mismo, establece que serán nulos los acuerdos adoptados por los órganos de una sociedad cuando para la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos por este motivo y legitima a la CNMV para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación.

Por su parte, el artículo 100 de la Ley del Mercado de Valores establece como infracciones graves:

- (a) La falta de publicación o de remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una oferta pública de adquisición de valores, en el transcurso de ésta o una vez finalizada, cuando no sea infracción muy grave.
- (b) La publicación o el suministro de información o documentación relativas a una oferta pública de adquisición de valores con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando no fuera infracción muy grave.

La Ley del Mercado de Valores también prevé un catálogo de sanciones que podrán ser impuestas por la comisión de infracciones graves. De éste destaca la sanción consistente en multa por importe de hasta el tanto 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 2 % de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 % de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción o 150.253€.

1.5. Tipos de opa: obligatoria y voluntaria

La normativa española sobre ofertas públicas de adquisición de valores contempla dos categorías fundamentales de opas: las ofertas públicas de adquisición cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada (*vid. 3 infra*) y las ofertas voluntarias. Las primeras constituyen el paradigma de las ofertas obligatorias y, generalmente, las referencias a las ofertas obligatorias están contemplando este tipo de opas. Junto a ellas se regulan otros dos tipos de ofertas, las ofertas por exclusión y las ofertas públicas de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias (*vid. 1.6 infra*). Técnicamente estas últimas también son ofertas obligatorias en cuanto que imponen la obligación de formular una opa —y así las conceptúa el artículo 2 del Real Decreto—, aunque las particulares circunstancias que determinan la obligación de su lanzamiento —la exclusión de negociación en bolsa de las acciones de una sociedad, en un caso, y la reducción de capital de una sociedad mediante la compra de sus propias acciones, en el otro— aconsejan su tratamiento independientemente de las ofertas públicas de adquisición cuando se alcanza el control. Y, esto es así, porque en las ofertas por exclusión la razón de ser de la opa radica en que la exclusión de bolsa supone un “cambio en las reglas del juego” que exige que se dé liquidez previa a los accionistas minoritarios y, en el caso de la reducción de capital, la opa no es más que el cauce que permite articular la compra por la sociedad de sus propias acciones respetando el principio de igualdad de trato entre todos sus accionistas.

Finalmente, con el marco normativo instaurado por la Ley 6/2007 y el Real Decreto desaparece la oferta pública de adquisición en caso de modificación de estatutos, tipo de oferta que demostró escasa utilidad durante la vigencia del derogado Real Decreto 1197/1991.

(a) Ofertas obligatorias cuando se alcanza el control

La persona o entidad que alcanza el control de una sociedad cotizada (*vid.* 3.1 *infra* para los umbrales de control relevantes a estos efectos) por alguno de los medios contemplados en el Real Decreto (*vid.* 3.2 *infra*) tiene la obligación de lanzar una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores de la sociedad afectada (*vid.* 3.3 *infra*) y a un precio equitativo (*vid.* 4.1 *infra*). La oferta deberá presentarse en el plazo de un mes desde que se alcance el control de la sociedad cotizada —tres meses en el caso de las tomas de control indirectas y sobrevenidas (*vid.* 3.7 *infra*)—.

En el campo de las ofertas públicas obligatorias de adquisición de valores, la Ley 6/2007 y el Real Decreto, siguiendo las previsiones de la Directiva 2004/25/CE, han introducido tres modificaciones estructurales de gran calado que ya adelantábamos en la presentación de esta guía.

La primera consiste en instaurar un sistema de opa obligatoria y *a posteriori*. El Real Decreto 1197/1991 establecía un sistema de opa obligatoria y *a priori* que no permitía a quien tuviera la intención de rebasar alguno de los umbrales relevantes a efectos de opa —fundamentalmente, el 25 % o el 50 % del capital social de una sociedad cotizada— adquirir ninguna acción de la sociedad afectada sin la previa formulación de una oferta pública de adquisición de valores. Por el contrario, con la nueva regulación, la obligación de lanzar una opa no surge por la intención del oferente de rebasar el umbral de control establecido —fijado ahora en el 30 % del capital social con derecho de voto o en el nombramiento de más de la mitad de los miembros del órgano de administración—, sino, precisamente, por alcanzarlo. Así, por ejemplo, la obligación de formular una oferta pública sólo surgirá cuando se hayan adquirido previamente acciones de una sociedad cotizada que otorguen al adquirente el 30 % de los derechos de voto de la entidad afectada.

El segundo cambio estructural introducido por el nuevo régimen de opas es la eliminación de las ofertas parciales. Cuando surge la obligación de formular una opa por haberse adquirido el control de una sociedad cotizada, la opa debe dirigirse a la adquisición de todos los valores de la sociedad afectada. Ello contrasta con el régimen anterior en el que la opa total sólo venía exigida cuando se fuese a alcanzar o rebasar el umbral del 50 % del capital social de la sociedad afectada.

La tercera modificación, vinculada al régimen de opa *a posteriori*, es la instauración del concepto de “precio equitativo”. Aquél que deba lanzar una opa obligatoria ya no podrá hacerlo a cualquier precio, sino que tendrá que formularla al precio equitativo (*vid.* 4.1 *infra*) que regula el Real Decreto.

(b) Ofertas voluntarias

Aun cuando no resulten obligatorias al no haberse alcanzado los umbrales de control relevantes a estos efectos (*vid.* 3.1 *infra*), podrán formularse opas con carácter voluntario. Así, por ejemplo, podrá formular una oferta voluntaria quien no tenga el control de una sociedad cotizada y pretenda adquirirlo o quien, ostentando ya una participación de control, quiera incrementar su participación en la sociedad afectada. Las ofertas voluntarias se rigen por el mismo régimen que las obligatorias con las especialidades previstas en el apartado 1.7 posterior.

La oferta voluntaria es apta, por tanto, para la adquisición de acciones que no eleven la participación en la sociedad afectada hasta el 30% de los derechos de voto o porcentaje superior, así como para la adquisición de una participación adicional por quien ya ostente más del 50 %; es decir, para los supuestos en que la adquisición de las acciones objeto de la oferta no desencadena el deber formular una oferta obligatoria. Por la misma razón, es apta, también, para incrementar la participación de quien tiene una participación en la sociedad afectada superior al 30% e inferior al 50 % y quiere incrementar su cuota, siempre y cuando no esté en el supuesto especial de aquéllos que se encontraban en esta misma posición el 13 de agosto de 2007, fecha de entrada en vigor del nuevo régimen, ya que ellos están sujetos a un régimen especial (*vid.* 3.1 *infra*).

La oferta voluntaria también puede utilizarse para adquirir una participación de control en la sociedad afectada. En este caso, tras la oferta voluntaria el oferente estará en la obligación de formular una oferta obligatoria, salvo que sea de aplicación la excepción prevista en el artículo 8.f) del Real Decreto (*vid.* 1.7 *infra*).

1.6. Otros tipos de opa: exclusión y reducción de capital

Junto a las ofertas públicas de adquisición cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada y las ofertas voluntarias (*vid.* 1.5 *supra*), el Real Decreto regula otros dos tipos de ofertas, las ofertas por exclusión y las ofertas públicas de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.

(a) Opas de exclusión

Cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, salvo que sean de aplicación determinadas excepciones, deberá promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en el artículo 10 del Real Decreto (*vid.* 7 *infra*).

(b) Opa por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias

Cuando la reducción del capital de una sociedad cotizada se realice mediante la compra por ésta de sus propias acciones para su amortización, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el artículo 170 de la Ley de Sociedades Anónimas, deberá formularse una oferta pública de adquisición de valores. Este tipo de ofertas permite articular la compra por la sociedad de sus propias acciones respetando el principio de igualdad de trato entre todos sus accionistas.

Cuando la compra de acciones propias se realice según lo previsto en el Reglamento (CE) Nº. 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros, y el número de acciones adquiridas no exceda del 10 % del capital social con derecho a voto de la sociedad, no será necesario formular una oferta pública de adquisición.

1.7. ¿Se aplican reglas distintas a las ofertas obligatorias y a las voluntarias?; ¿debe formularse una oferta obligatoria si se alcanza el control a través de una oferta voluntaria?

Las ofertas voluntarias se rigen por las mismas reglas que las ofertas obligatorias, con las siguientes especialidades:

-
- (a) Las ofertas voluntarias pueden sujetarse a condiciones (*vid.* 6.1 *infra*).
 - (b) No es necesario formular las ofertas voluntarias al precio equitativo (*vid.* 4.1 *infra*).
 - (c) En el supuesto de que la oferta voluntaria se estructure como un canje de valores, no será necesario que se incluya como alternativa una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido (*vid.* 4.4 *infra*).
 - (d) Pueden formularse por un número de valores inferior al 100 %—caben, por tanto, ofertas voluntarias parciales— cuando como consecuencia de la oferta no se vaya a alcanzar una participación de control o cuando quien la formule ya ostente una participación de control y pueda incrementar libremente su participación en la sociedad afectada.

El artículo 8.7) del Real Decreto contempla como un supuesto excluido de la obligación de formular una oferta pública aquél en el que el control se haya alcanzado tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores de la sociedad afectada, si se da alguna de las siguientes circunstancias: (i) que la oferta haya sido formulada a un precio equitativo (*vid.* 4.1 *infra*); o (ii) que haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50 % de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta. En definitiva, en tal caso el Real Decreto está presumiendo que el precio fue equitativo.

2.1. ¿Pueden el oferente y la sociedad afectada o sus administradores llegar a acuerdos en relación con la oferta —p.ej., contratos de confidencialidad, contratos de exclusividad, compromisos de recomendar la oferta, etc.—?

Con la excepción de la regulación expresa de los *break-up fees* (*vid.* 2.2 *infra*), el Real Decreto no ha introducido ninguna novedad en esta materia. En la práctica española, salvo por acuerdos de confidencialidad al amparo de los cuales el futuro oferente realiza un *due diligence* de la sociedad objetivo, no es habitual que la sociedad afectada y el futuro oferente celebren acuerdos preparatorios de la opa. No obstante, nada impide la celebración de este tipo de acuerdos preparatorios. Por el contrario, sí es relativamente frecuente la celebración de acuerdos preparatorios de una oferta entre el accionista de control de la sociedad afectada —que no la propia sociedad— y el potencial oferente: compromisos irrevocables por los que el segundo se obliga a lanzar una opa y el primero a acudir a la misma con su paquete de control (*vid.* 2.3 *infra*).

Los acuerdos previos a la formulación de una opa entre el oferente y la sociedad afectada pueden tener un contenido muy diverso. Así, pueden consistir en los ya mencionados acuerdos de confidencialidad al amparo de los cuales el futuro oferente realiza un *due diligence* de la sociedad afectada y se compromete a no utilizar la información que se le facilite con un fin distinto de la formulación de la opa. Pueden también consistir, aunque esto es menos habitual en la práctica española, en un acuerdo-marco en virtud del cual el oferente se compromete a presentar una oferta a un precio dado y el consejo de administración de la sociedad afectada a emitir un informe favorable sobre la contraprestación ofrecida —i.e., recomendar la oferta—.

Un límite a los acuerdos previos al lanzamiento de una opa deriva del principio de “igualdad informativa entre los oferentes competidores” consagrado por el Real Decreto (*vid.* 2.5 *infra*). Como consecuencia de este principio, la sociedad afectada no podrá obligarse con carácter general a facilitar información exclusivamente a un oferente o potencial oferente.

2.2. ¿Puede la sociedad afectada acordar un *break-up fee* con el oferente?

Una de las novedades introducidas por la nueva regulación (art. 42.4 RD) consiste en la expresa admisión de la posibilidad de que la sociedad afectada y el primer oferente pacten un *break-up fee*. Se zanja así una polémica que, en la práctica, había llevado a que bajo el anterior régimen sólo los accionistas de la sociedad afectada, y no la propia sociedad, pudiesen celebrar este tipo de acuerdos. El Real Decreto, que configura el *break-up fee* como una comisión pagadera al primer oferente para resarcirle de los gastos de preparación de la oferta para el caso de que su oferta no prospere por haberse presentado ofertas competidoras, sujeta estos acuerdos a cuatro condiciones: (i) que la comisión no sea superior al 1 % del importe total de la oferta, (ii) que sea aprobado por el consejo de administración de la sociedad afectada, (iii) que se obtenga un informe favorable de los asesores financieros de la sociedad afectada, y (iv) que se detalle en el folleto explicativo de la oferta.

2.3. ¿Puede el oferente obtener de algún accionista de la sociedad afectada el compromiso de aceptar la oferta —i.e., un compromiso irrevocable—?

Durante la vigencia del antiguo régimen, la celebración de un compromiso o acuerdo irrevocable en virtud del cual el futuro oferente se obliga a presentar una opa a un precio y en un plazo determinado y el accionista o accionistas de control se obligan a aceptar la oferta, han sido muy habituales en la práctica española. Este tipo de acuerdos eran el instrumento utilizado para salvar el escollo planteado por dicha regulación que, al establecer un régimen de opa previa, impedía al futuro oferente adquirir acciones de la sociedad objetivo cuando ya tenía la intención de rebasar alguno de los umbrales que exigían el lanzamiento de una opa. Con el marco jurídico introducido por la Ley 6/2007 y el Real Decreto, que instauran un sistema de opa obligatoria y *a posteriori* cuando se excede el umbral del 30 % de los derechos de voto de la sociedad objetivo o se nombra a más de la mitad de los miembros de su órgano de administración, la celebración de compromisos irrevocables ha perdido parte de su razón de ser: bajo el nuevo régimen el futuro oferente puede adquirir libremente acciones de la sociedad afectada antes de formular su opa (*vid.* 2.8 *infra*).

No obstante lo anterior, existen circunstancias en el nuevo régimen que justifican que, en algunos casos, se pueda continuar acudiendo a la celebración de compromisos irrevocables como paso previo al lanzamiento de una opa. Así, por ejemplo, si el paquete accionarial que se pretende adquirir antes del lanzamiento de la opa determina que el oferente vaya a exceder el umbral del 30 % del capital social con derecho a voto de la sociedad afectada, la futura oferta tendrá el carácter de obligatoria y, por tanto, no podrá sujetarse a condiciones (*vid.* 6.1 *infra*) y el precio de la oferta deberá cumplir con los criterios del precio equitativo (*vid.* 4.1 *infra*). Articular la compraventa del paquete accionarial a través de un compromiso irrevocable permitirá, en algunos supuestos, formular la posterior oferta como voluntaria y, por tanto, sujetarla a condiciones —p.ej., al levantamiento de un blindaje estatutario— o lanzarla a un precio distinto del equitativo. Así mismo, los compromisos irrevocables podrán ser un instrumento utilizado para facilitar el posterior *squeeze-out* (*vid.* 14.3 *infra*) o para, en general, asegurar el éxito de la opa.

2.4. ¿Se puede hacer *due diligence* de la sociedad afectada?; ¿existe alguna restricción desde la perspectiva de la normativa sobre información privilegiada?

Al igual que ocurre en las compraventas de compañías no cotizadas, también es posible la realización de un *due diligence* de la sociedad objetivo con carácter previo al lanzamiento de una oferta pública de adquisición de valores. No obstante, con carácter general, esos *due diligence* suelen tener un ámbito más restringido que los que se realizan de compañías no cotizadas.

Con anterioridad a la realización de un *due diligence* es práctica de mercado que la sociedad objetivo y el futuro oferente celebren un acuerdo de confidencialidad conforme al cual el receptor de la información se obligue a no utilizar la información facilitada por la sociedad objetivo para ningún fin distinto del lanzamiento de la opa (*vid.* 2.1 *supra*).

Desde la perspectiva de la normativa sobre información privilegiada, la realización de *due diligence* con anterioridad al lanzamiento de una opa plantea una problemática para la que no existe una respuesta clara y cuyo análisis excede ampliamente del objeto de esta guía.

No obstante, algunas cuestiones sí pueden apuntarse. Es evidente que la realización de un *due diligence* previo al lanzamiento de una opa genera asimetría informativa en un doble sentido. Por un lado, frente a los restantes oferentes que no la han llevado a cabo y, por otro, frente a los destinatarios de la oferta que tampoco han tenido acceso a la información que constituye su objeto. Respecto de los primeros, la asimetría informativa es de algún modo solventada por el Real Decreto al consagrar el principio de “igualdad informativa entre los oferentes competidores” (*vid.* 2.5 *infra*): todos los oferentes o potenciales oferentes tendrán acceso a la misma información o, al menos, estarán en condiciones de tener acceso a igual información.

La cuestión más difícil de dilucidar es la relativa a la asimetría informativa que se genera frente a los destinatarios de la oferta: el oferente al formular su oferta tiene una información de la que aquéllos carecen. En relación con este punto, es importante destacar una serie de cuestiones que pueden arrojar un poco de luz:

- (a) Primero, la información que se pone a disposición del oferente o potencial oferente durante el *due diligence* puede ser información confidencial de la sociedad objetivo —y no siempre—, pero no por ello es necesariamente información privilegiada en el sentido del artículo 81.1 de la Ley del Mercado de Valores¹.
- (b) En segundo lugar, por aplicación del artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, que obliga a las sociedades cotizadas a hacer pública al mercado de forma inmediata toda aquella información cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización, la sociedad afectada no debería estar en posesión de información relevante y, si así fuese, ésta debería ser limitada y no debería ponerse en conocimiento de terceros, incluidos potenciales oferentes.

¹ El artículo 81.1 LMV define información privilegiada como aquella “de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables e instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación”.

- (c) Es del todo punto impensable que la asimetría informativa frente a los destinatarios de la oferta se destruya de la misma forma que frente a los restantes oferentes —i.e., facilitándoles acceso a ella—.
- (d) 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 dado al oferente ninguna “ventaja” y que, por tanto, no existe ningún “valor escondido” en la sociedad por el que el oferente no esté pagando. Y son precisamente esas “ventajas” las que la normativa sobre información privilegiada pretende evitar.
- (e) Y, por último, 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.

Sin perjuicio de todo lo anterior, y reconociendo la necesidad y habitualidad de los *due diligence* previos a las opas, una medida que podría solucionar o, al menos mitigar, los riesgos derivados de la contravención de la normativa sobre información privilegiada consistiría en que el oferente en el folleto de la opa hiciese referencia expresa a que ha llevado a cabo un *due diligence* de la sociedad objetivo y que indicase, en términos generales, las áreas que ha cubierto y sus principales conclusiones. De esta forma, aunque no se consiguiesen eliminar totalmente las asimetrías informativas, se daría al *due diligence* y a la oferta una transparencia adecuada.

2.5. ¿Tienen los oferentes competidores derecho a recibir la misma información que se haya suministrado a oferentes previos?

El Real Decreto consagra el principio general de “igualdad informativa entre los oferentes competidores” con el objeto de que, también desde la perspectiva informativa, todos los oferentes estén en igualdad de condiciones.

A estos efectos, el Real Decreto impone a la sociedad afectada el deber de garantizar la existencia de igualdad informativa entre los oferentes competidores, y extiende esta obligación a los potenciales oferentes de buena fe. La puesta a disposición de los oferentes o potenciales oferentes de información está condicionada al cumplimiento de las siguientes condiciones: (i) que la información sea específicamente solicitada por el oferente o potencial oferente, (ii) que dicha información hubiese sido facilitada con anterioridad a otros oferentes o potenciales oferentes, (iii) que el destinatario de la información garantice su confidencialidad y que la va a emplear exclusivamente para formular una oferta pública de adquisición, y (iv) que la información sea necesaria para la formulación de la oferta.

2.6. ¿Puede el oferente obtener declaraciones y garantías para protegerse de las potenciales contingencias de la sociedad afectada?

Debido a la propia naturaleza de las opas no es habitual que el oferente reciba declaraciones y garantías para protegerse de potenciales contingencias de la sociedad afectada. La protección del oferente frente a posibles contingencias se procura, en general, por una doble vía: (i) la obligación de la sociedad afectada de hacer pública cualquier información relevante (*ex art. 82 LMV*) y (ii) la posibilidad de realizar un *due diligence* (*vid. 2.4 supra*) de la sociedad objetivo.

No obstante lo anterior, nada impide —y en ocasiones ocurre— que el oferente y los accionistas relevantes de la sociedad afectada celebren un contrato en virtud del cual los segundos otorguen en favor del primero declaraciones y garantías en relación con la sociedad objetivo.

2.7. ¿Qué obligaciones de información tiene el oferente si la oferta se filtra al mercado antes de que se haga efectiva?

Si la oferta se filtra al mercado, normalmente la CNMV exigirá a la sociedad objetivo que confirme o deniegue la información. La CNMV también podrá requerir al potencial oferente que publique un hecho relevante sobre el particular.

2.8. ¿Puede el futuro oferente adquirir acciones antes de la formulación de la opa?

Frente a lo que sucedía en el régimen anterior, en el que aquél que pretendía lanzar una opa no podía adquirir acciones de la sociedad afectada con carácter previo, la Ley 6/2007 y el Real Decreto han instaurado un sistema de opa obligatoria y *a posteriori*. Esto determina que el futuro oferente tenga libertad para adquirir acciones de la sociedad afectada antes de formular la oferta.

No obstante, la adquisición de acciones con carácter previo al lanzamiento de la opa puede tener consecuencias de gran relevancia para la futura oferta. Así, por ejemplo, (i) si la adquisición determina que el oferente alcance alguno de los umbrales de control previstos en el Real Decreto (*vid.* 3.1 *infra*), la oferta tendrá el carácter de obligatoria y, por tanto, no podrá estar sujeta a condiciones (*vid.* 6.1 *infra*) y el precio deberá cumplir los requisitos del precio equitativo (*vid.* 4.1 *infra*) y, (ii) si se adquieren en efectivo valores que confieren el 5 % o más de los derechos de voto de la sociedad afectada y la oferta se anuncia dentro de los 12 meses siguientes a la adquisición, la contraprestación ofrecida en la opa deberá incluir, al menos, una alternativa en efectivo (*vid.* 4.4 *infra*).

Concepto de control y umbrales de opa obligatoria —control directo e indirecto, pactos parasociales, reglas de cómputo—

3

3.1. ¿Cuáles son los umbrales de control relevantes a efectos de opa?

Los umbrales de control relevantes a efectos de opa son los dos siguientes:

- (i) alcanzar en la sociedad cotizada, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 %; o
- (ii) tener cualquier participación inferior al 30 % de los derechos de voto pero designar en los 24 meses siguientes a la adquisición un número de consejeros que, unidos a los que en su caso ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad (*vid.* 3.9 *infra*).

Existe asimismo un régimen especial para quien, a 13 de agosto de 2007, ostentase, directa o indirectamente, una participación igual o superior al 30 % de los derechos de voto de una sociedad cotizada e inferior al 50 %. En tal supuesto, el accionista deberá formular una opa obligatoria en cualquiera de las siguientes circunstancias:

- (i) si adquiere acciones de la sociedad hasta incrementar su participación en al menos un 5 % en un período de 12 meses;
- (ii) si alcanza un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50%; o
- (iii) si adquiere una participación adicional y designa, en los 24 meses siguientes a dicha adquisición, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiere designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

3.2. ¿De qué modos puede alcanzarse el control de una compañía cotizada?

El control de una compañía cotizada puede alcanzarse de los siguientes modos:

- (i) mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad;

- (ii) mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o
- (iii) como consecuencia de tomas de control indirectas o sobrevenidas.

La adquisición de valores u otros instrumentos que den derecho a la suscripción, conversión, canje o adquisición de acciones con derecho de voto no produce la obligación de formular opa mientras no se produzca dicha suscripción, conversión, canje o adquisición. Ello implica, por ejemplo, que la adquisición de obligaciones convertibles o canjeables no tiene relevancia a efectos de opa mientras no se conviertan o canjeen en acciones de la sociedad cotizada.

3.3. ¿Qué consecuencias tiene alcanzar el control de una compañía cotizada?

Quien alcance el control de una compañía cotizada vendrá normalmente obligado —salvo en los supuestos de excepción, *vid.* 5 *infra*— a formular una opa. Esta opa deberá dirigirse:

- (i) a todos los titulares de acciones con derecho de voto de la sociedad cotizada;
- (ii) a todos los titulares de acciones sin voto de la sociedad cotizada que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto; y
- (iii) a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles o canjeables en acciones.

No es necesario que la oferta se dirija a los titulares de “warrants” u otros valores o instrumentos que den derecho a la adquisición o suscripción de acciones, pero, si lo hiciera, la opa deberá tratar a todos los titulares de dichos valores por igual, dirigiéndose, por consiguiente, a todos ellos.

3.4. ¿En qué supuestos la concertación de dos o más accionistas determina la obligación de formular opa?

Se entiende que existe concertación o actuación concertada cuando dos o más personas colaboran en virtud de un acuerdo —que puede ser expreso o tácito, verbal o escrito— con el fin de obtener el control de una compañía cotizada. Es decir, existirá un concierto determinante de la obligación de formular opa cuando dos o más accionistas que sean parte de un acuerdo como el indicado alcancen conjuntamente una participación igual o superior al 30 % de los derechos de voto o cuando, ostentando una participación inferior, designen a más de la mitad de los miembros del órgano de administración.

El Real Decreto presume que existe concierto entre quienes hayan suscrito un pacto parasocial de los mencionados en el artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores, siempre que este pacto esté destinado a establecer una política común en lo referente a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma. Así mismo, se presume la existencia de concierto entre los suscriptores de un pacto que, con la misma finalidad, regule el derecho de voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva de la sociedad. Ello implica lo siguiente:

- (a) No todo pacto parasocial comunicado al mercado en virtud de lo exigido por el artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores determina la existencia de un concierto relevante a efectos de opa.

-
- (b) Entre los pactos parasociales del artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores, sólo serán relevantes a efectos de opa aquellos destinados a establecer una política común o a influir de manera relevante en la gestión de una sociedad.
 - (c) La referencia a los pactos que, con la misma finalidad, regulen el derecho de voto en los órganos de administración debería entenderse limitada a aquellos pactos de sindicación a nivel del órgano de administración que puedan reputarse lícitos. Con carácter general se vienen considerando ilícitos los pactos de sindicación a nivel del órgano de administración en la medida en que tengan por objeto determinar o vincular el voto de los administradores a acuerdos previos entre accionistas. Por el contrario, resultan plenamente lícitos y admisibles los pactos parasociales destinados a regular la estructura del órgano y la designación de los cargos en su seno —nombramiento de presidente, vicepresidente, consejero delegado, secretario, etc.—, así como aquellos otros que establecen un régimen de mayorías reforzadas en el seno del órgano de administración, por lo que es, en principio, a este tipo de pactos a los que debe entenderse referida la previsión reglamentaria. Con todo, no siempre resultará sencillo argumentar que un pacto lícito como los indicados pueda, habida cuenta de su limitada eficacia, considerarse destinado a ejercer una política común en la gestión de la sociedad o a influir de manera relevante en la misma.

3.5. ¿Pueden atribuirse a un accionista derechos de voto pertenecientes a otros?; ¿qué reglas existen al respecto?

Con carácter general, los derechos de voto relevantes a efectos de determinar si se ha superado o no el umbral de opa son los ostentados por el accionista en cuestión, incluyendo tanto los que correspondan a la titularidad dominical de acciones como los que disfrute por concepto de usufructo, prenda o por cualquier otro título de naturaleza contractual.

Adicionalmente, se atribuyen al accionista los derechos de voto ostentados por otras personas o entidades, en los siguientes casos:

- (a) Los derechos de voto que ostenten otras sociedades del mismo grupo —conforme al concepto de grupo del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores—.
- (b) Los derechos de voto que ostenten los miembros de los órganos de administración del accionista y de las sociedades del mismo grupo. Se admite prueba en contrario, por ejemplo, entendemos, cuando se trate de un consejero dominical de otro grupo o de un consejero independiente.
- (c) Los derechos de voto pertenecientes a un tercero pero que puedan ejercerse de manera libre y duradera en virtud de un poder específico conferido por el titular, en ausencia de instrucciones expresas.
- (d) Los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta —i.e., aquélla a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones—.
- (e) Los derechos de voto correspondientes a las acciones que constituyan el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas, cuando tales contratos cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, por consiguiente, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta.

- (f) Los derechos de voto que ostenten, directa o indirectamente, las personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con el accionista (*vid.* 3.4 *supra*).

3.6. ¿Cuál es la base para el cómputo de los porcentajes de voto?; ¿se incluye o se excluye la autocartera?

El porcentaje de derechos de voto relevante a efectos de opa se debe calcular sobre la base de todas las acciones que lleven aparejados derechos de voto, incluso aunque lo tengan suspendido. Las acciones sin voto se computarán sólo cuando gocen de él, de conformidad con la normativa vigente —p.ej., en supuestos de falta de pago de los dividendos preferentes—.

No obstante, se excluirán de la base de cómputo las acciones que, de acuerdo con la información disponible en la fecha de cómputo, pertenezcan, directa o indirectamente, a la sociedad afectada. Es decir, en una sociedad que tenga un 5 % del capital con derecho de voto en autocartera, el umbral de opa se alcanzará con la adquisición de un 30 % del 95 %, es decir, un 28,5 % del capital total. Si como consecuencia de los cambios en la autocartera de la sociedad afectada un accionista alcanza alguno de los umbrales de control relevantes a efectos de opa, entran en juego reglas específicas del Real Decreto que, en resumen, obligan a desprenderse de la participación en exceso del 30 % y, entre tanto, no permiten ejercitar los votos de la cuota excedente (*vid.* 3.7.4 *infra*).

3.7. ¿Existen reglas especiales sobre tomas de control indirectas o sobrevenidas de sociedades cotizadas?

El Real Decreto prevé en su artículo 7 cinco supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas de sociedades cotizadas en los que puede resultar obligatorio la formulación de una opa. Tres de ellos no conllevarán normalmente la adquisición de acciones de la sociedad afectada —fusiones o tomas de control indirectas, reducciones de capital y variaciones en la autocartera de la sociedad cotizada— mientras que los otros dos sí —supuestos de conversión o canje y adquisiciones por aseguramiento de emisiones—. A continuación se describen estos cinco supuestos con mayor detalle:

3.7.1. Fusión o toma de control de otra sociedad o entidad (“Entidad Accionista”) que tenga participación directa o indirecta en una tercera sociedad cotizada (“Sociedad Cotizada”)

Si se adquiere el control de la Entidad Accionista —que no tiene por qué ser cotizada ni estar domiciliada en España— o si la Entidad Accionista es fusionada de tal manera que, como consecuencia de dicha toma de control o fusión, se alcance, directa o indirectamente, en una tercera sociedad —la Sociedad Cotizada— al menos el 30 % de los derechos de voto, deberá formularse una opa dirigida a la totalidad del capital dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la fusión o de la toma de control.

La opa deberá formularse a precio equitativo conforme a las reglas del artículo 9 del Real Decreto (*vid.* 4.1 *infra*), por lo que, de no haberse adquirido acciones de la Sociedad Cotizada por el oferente o las personas que actúen en concierto con él durante los 12 meses precedentes, dicho precio habrá de ser, como mínimo, el que resulte de tomar en cuenta los criterios aplicables a las ofertas de exclusión (*vid.* 7.2 *infra*).

Dado que el artículo 4 del Real Decreto establece la noción de control aplicable a los efectos del indicado Real Decreto, habrá de entenderse que el control de la Entidad Accionista se adquirirá en los mismos casos en que procede respecto de una sociedad cotizada, esto es (i) cuando se alcanza, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 % o (ii) cuando se haya alcanzado un porcentaje inferior pero se haya designado a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la Entidad Accionista en un plazo de 24 meses. Esta previsión puede tener sentido si la Entidad Accionista es igualmente cotizada pero resulta en exceso rigurosa si se trata de una sociedad o entidad no cotizada.

No será obligatoria la formulación de la oferta en los dos casos siguientes:

- (a) Si, dentro del plazo de tres meses siguientes a la fusión o toma de control, se enajena el número de valores necesario para reducir el exceso sobre los porcentajes de voto y, entre tanto, no se ejercen los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes. La norma no especifica qué porcentajes deben reducirse, esto es, si debe reducirse la participación de la Entidad Accionista en la Sociedad Cotizada o si también puede evitarse la opa reduciendo la participación de control adquirida en la Entidad Accionista, aunque parece razonable entender que en cualquiera de los dos supuestos podrá evitarse la formulación de la opa.
- (b) Si se obtiene una dispensa de la CNMV por tener un tercero un porcentaje de voto igual o superior (*vid.* 5.3 *infra*).

El supuesto de hecho determinante de esta obligación de formular una opa —comúnmente conocidas como opas indirectas o sobrevenidas— es tributario del régimen previsto en la anterior regulación. Sin embargo, el artículo 7.1 del Real Decreto no ha advertido que este supuesto de hecho ya está recogido por los artículos 3 y 4 al establecer el tipo general de opa obligatoria cuando se alcanza el control, que ya prevé que la toma de control puede tener lugar directa o indirectamente (*vid.* 3.1 y 3.2 *supra*). Esto hace que la regulación de la opa indirecta por fusión o toma de control de la Entidad Accionista prevista por el artículo 7.1 del Real Decreto pueda inducir a confusión. Así, por ejemplo, la adquisición del control de una sociedad no cotizada “A” cuyo único activo es, a su vez, el 35 % de una tercera sociedad cotizada “B” es un hecho subsumible tanto dentro del supuesto general de opa obligatoria cuando se alcanza el control como del de opa indirecta del artículo 7.1 del Real Decreto. Y, la calificación de una forma u otra tiene importantes consecuencias. En el primer caso, se desencadenará la obligación de formular una opa obligatoria en el plazo de un mes desde la toma de control y en el segundo el plazo para lanzar la opa es de tres meses, opa que, además, se puede evitar reduciendo la participación en la sociedad “B” por debajo del 30 %.

3.7.2. Reducción de capital de una sociedad cotizada

Cuando, como consecuencia de una reducción de capital en una sociedad cotizada, un accionista llegase a alcanzar, al menos, un 30 % de los derechos de voto de la sociedad, el accionista en cuestión deberá formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital. Aunque la norma no lo prevé expresamente, parece razonable aplicar la misma regla a aquellos accionistas que a la entrada en vigor de la nueva normativa —13 de agosto de 2007— tengan una participación entre el 30 % y el 50 % y, como consecuencia de la reducción, alcancen o superen el 50 % de los derechos de voto.

La oferta se formulará dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la reducción de capital. A la oferta le serán de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo del artículo 9 del Real Decreto (*vid.* 4.1 *infra*), por lo que, de no haberse adquirido acciones de

la sociedad cotizada por el oferente, o las personas que actúen en concierto con él, durante los 12 meses precedentes, el precio habrá de ser, como mínimo, el que resulte de tomar en cuenta los criterios aplicables a las ofertas de exclusión (*vid. 7.2 infra*).

No será obligatoria la formulación de la oferta en los dos casos siguientes:

- (a) Si, dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la reducción de capital, se enajena el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes indicados y, entre tanto, no se ejercen los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes.
- (b) Si se obtiene una dispensa de la CNMV por tener un tercero un porcentaje de voto igual o superior (*vid. 5.3 infra*).

3.7.3. Conversión o canje de valores

Si se adquieren acciones de una sociedad cotizada por la conversión o canje de otros valores o instrumentos financieros y como consecuencia de ello un accionista llegase a alcanzar, al menos, un 30 % de los derechos de voto de la sociedad, el accionista en cuestión deberá formular una opa dirigida a la totalidad del capital.

La oferta se formulará dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la suscripción, conversión o canje. Deberá asimismo formularse a precio equitativo conforme a las reglas del artículo 9 del Real Decreto (*vid. 4.1 infra*), lo que normalmente será, como mínimo, el precio más elevado que el oferente o las personas que actúen concertadamente con él hubiera pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta. Cuando la adquisición de los valores se haya efectuado a través de canje o conversión, el precio equitativo será, normalmente, la media ponderada de los precios de mercado de los indicados valores en la fecha de adquisición.

No será obligatoria la formulación de la oferta en los dos casos siguientes:

- (a) Si, dentro de los tres meses siguientes a la fecha de suscripción, conversión o canje, se enajena el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes indicados y, entre tanto, no se ejercen los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes.
- (b) Si se obtiene una dispensa de la CNMV por tener un tercero un porcentaje de voto igual o superior (*vid. 5.3 infra*).

3.7.4. Variaciones de autocartera

Cuando, como consecuencia de las variaciones en la autocartera, un accionista llegase a alcanzar, al menos, un 30 % de los derechos de voto de la sociedad—p.ej., un accionista tiene el 28,5 % del capital en una sociedad que posteriormente adquiere un 5 % de su capital en autocartera, o, a 13 de agosto de 2007, un accionista tiene el 47,5 % del capital en una sociedad que posteriormente adquiere un 5 % de su capital en autocartera—, el accionista en cuestión deberá formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital.

La oferta se formulará dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la comunicación por la sociedad de las variaciones de su autocartera. Deberá asimismo formularse a precio equitativo conforme a las reglas del artículo 9 del Real Decreto (*vid. 4.1 infra*), por lo que, de no haberse adquirido acciones de la sociedad cotizada por el oferente o las personas que

actúen en concierto con él durante los 12 meses precedentes, el precio habrá de ser, como mínimo, el que resulte de tomar en cuenta los criterios aplicables a las ofertas de exclusión (*vid.* 7.2 *infra*).

No será obligatoria la formulación de la oferta en los dos casos siguientes:

- (a) Si, dentro de los tres meses siguientes a la fecha de comunicación por la sociedad de las variaciones en su autocartera, se enajena —bien por el obligado a formular la oferta o por la propia sociedad cotizada— el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes indicados y, entre tanto, no se ejercen los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes.
- (b) Si se obtiene una dispensa de la CNMV por tener un tercero un porcentaje de voto igual o superior (*vid.* 5.3 *infra*).

3.7.5. Compromisos de aseguramiento de emisiones

Las entidades financieras y cualquier otra persona que, en cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento de una emisión u oferta pública de venta de valores de una sociedad cotizada, alcanzasen, al menos, un 30 % de los derechos de voto de la sociedad deberán formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital.

La oferta se formulará dentro de los tres meses siguientes a la fecha de cierre de la emisión. Deberá asimismo formularse a precio equitativo conforme a las reglas del artículo 9 del Real Decreto (*vid.* 4.1 *infra*), lo que normalmente será, como mínimo, el precio más elevado que el oferente o las personas que actúen concertadamente con él hubiera pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.

No será obligatoria la formulación de la oferta en los dos casos siguientes:

- (a) Si, dentro de los tres meses siguientes a la fecha de cierre de la emisión, se enajena el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los umbrales indicados y, entre tanto, no se ejercen los derechos políticos que excedan de dichos umbrales.
- (b) Si se obtiene una dispensa de la CNMV por tener un tercero un porcentaje de voto igual o superior (*vid.* 5.3 *infra*).

Finalmente, existen dos cuestiones comunes a los cinco supuestos de opa indirecta o sobrevenida de las que conviene advertir:

- (a) Hasta que la opa no sea autorizada por la CNMV, el oferente y quienes actúen en concierto con él no podrán ejercer los derechos de voto correspondientes al 30 % o más del capital social de la sociedad afectada.
- (b) En el mismo hecho relevante en que se haga público el acaecimiento del supuesto determinante de la obligación de formular la opa sobrevenida (*vid.* 8.1 *infra*), se deberá anunciar si se procederá a la formulación de la oferta o si se optará por reducir la participación por debajo del umbral que obliga a lanzarla.

3.8. ¿Quién está obligado a formular la oferta?

Debe formular la oferta el accionista que haya alcanzado o superado el umbral de opa correspondiente. En los casos de acción concertada, pacto parasocial u otros supuestos en los

que se atribuyan a una determinada persona los porcentajes de voto correspondientes a otros accionistas, deberá formular la oferta quien tenga, directa o indirectamente, el mayor porcentaje. Si coincidieran los porcentajes de dos o más accionistas, todos ellos estarán obligados a formular la oferta conjuntamente.

3.9. En el caso de opa por designación de más de la mitad de los consejeros, ¿cómo se determina que dichos consejeros han sido nombrados por el accionista en cuestión?

La normativa establece una serie de presunciones, que admiten prueba en contrario, acerca del nombramiento de miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. En tales supuestos se entiende, salvo que otra cosa se evidencie, que el consejero designado es imputable al accionista. Estas presunciones son las siguientes:

- (a) Si el consejero ha sido nombrado por el titular de la participación o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio del derecho de representación proporcional.
- (b) Si el consejero designado es o ha sido en los 12 meses anteriores a su designación consejero, alto directivo, empleado o prestador no ocasional de servicios al titular de la participación o a sociedades de su mismo grupo.
- (c) Si el acuerdo de nombramiento no se hubiese podido adoptar sin los votos a favor del titular de la participación —o de sociedades de su mismo grupo— o por los miembros del órgano de administración designados con anterioridad por dicho titular.
- (d) Si el nombrado es el propio titular de la participación o una sociedad perteneciente a su mismo grupo.
- (e) Si en la documentación societaria —actas, escrituras públicas, etc.— o en la información pública de la sociedad o del titular de la participación, éste último asume que el consejero ha sido designado por él, que lo representa o que es consejero dominical en la sociedad afectada por su relación con aquél.

En ningún caso se atribuirá al accionista la designación de consejeros que tengan la calificación de independientes o de dominicales de otros accionistas no concertados con el titular de la participación. Se estará a lo dispuesto en el Código Unificado de Buen Gobierno para determinar la calificación de tales consejeros.

3.10. ¿Es obligatoria la formulación de una oferta pública cuando la adquisición de las acciones de la sociedad afectada se enmarca dentro de una redistribución de valores dentro del mismo grupo?

No es obligatoria la formulación de opa cuando los derechos de voto relevantes continúen atribuidos a una misma persona. Así, por ejemplo, cuando la participación de control es transmitida de una sociedad del grupo a otra, la adquirente no vendrá obligada a formular oferta pública de adquisición (*vid.* 3.5 *supra*).

4.1. ¿A qué precio se debe lanzar una opa?

En el ámbito de las ofertas obligatorias por haber alcanzado el control la nueva normativa de opas introduce el concepto de “precio equitativo”. El “precio equitativo” no puede ser inferior al más elevado que el oferente, o personas que actúen concertadamente con él, hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la opa (*vid.* 8.1 *supra*). Cuando la adquisición incluya alguna compensación adicional al precio pagado o acordado, o cuando se haya acordado un diferimiento en el pago, el precio equitativo tomará en consideración dicha compensación o pago diferido. Así mismo, existen reglas especiales para el cómputo de la contraprestación acordada en los supuestos en que la adquisición de las acciones de la sociedad afectada haya tenido lugar mediante la ejecución de derechos de opción de compra y venta, instrumentos derivados y canje o conversión de otros valores.

En el caso de que el oferente no hubiese efectuado adquisiciones durante los 12 meses previos al anuncio de la opa, el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo 10 del Real Decreto para las ofertas de exclusión (*vid.* 7.2 *infra*).

Existen supuestos en los que la CNMV podrá modificar el precio calculado conforme a lo dispuesto en los dos párrafos anteriores (*vid.* 4.2 *infra*).

No es obligatorio que las ofertas voluntarias se formulen al precio equitativo. Por su parte, el precio de las ofertas por exclusión se regula en el referido artículo 10 del Real Decreto.

4.2. ¿Existen excepciones a la obligación de lanzar una opa obligatoria al precio equitativo?

La CNMV podrá modificar el precio equitativo calculado conforme a lo dispuesto en el apartado 4.1 anterior cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias excepcionales:

- (a) Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia se haya visto afectada por el pago de un dividendo, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva del precio equitativo.
- (b) Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia presentase indicios razonables de manipulación, que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y siempre que se hubiese notificado al interesado el correspondiente pliego de cargos.
- (c) Que el precio equitativo hubiera sido inferior al rango de cotización de los valores en el día de la adquisición determinante de dicho precio, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser menor que el límite inferior de dicho rango.
- (d) Que el precio equitativo corresponda a una adquisición por un volumen no significativo en términos relativos y siempre que haya sido realizada a precio de cotización en cuyo caso se estará al precio más elevado pagado o acordado en las restantes adquisiciones del periodo de referencia.
- (e) Que las adquisiciones del periodo de referencia incluyan alguna compensación adicional al precio pagado o acordado, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación.
- (f) Que la sociedad afectada se encuentre, de forma demostrable, en serias dificultades financieras, en cuyo caso, la contraprestación de la oferta deberá ser aquella que resulte de aplicar los métodos de valoración previstos para las ofertas de exclusión (*vid. 7.2 infra*).

4.3. ¿Se puede ofrecer un precio distinto o algún tipo de ventaja a los accionistas con los que se hubiere pactado por adelantado la aceptación de una opa?

No. Sea cual sea la forma de satisfacer el precio, se debe asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.

4.4. ¿Cómo se puede pagar?; ¿se pueden ofrecer acciones?; ¿en qué condiciones?

La contraprestación de las opas puede consistir en efectivo —nos encontraremos ante una compraventa—, valores —nos encontraremos ante una permuta— o en una combinación de ambas. Es posible, por tanto, ofrecer, acciones como contraprestación. No obstante, deberá ofrecerse, al menos como alternativa, una contraprestación en efectivo que sea equivalente financieramente, como mínimo, al valor del canje ofrecido, en los siguientes supuestos:

- (a) Cuando el oferente, o las personas con las que actúe concertadamente, hubiesen adquirido en efectivo en los 12 meses previos al anuncio de la oferta valores que confieran, al menos, el 5 % de los derechos de voto de la sociedad afectada.
- (b) En las ofertas obligatorias por haberse alcanzado el control de una sociedad cotizada (*vid. 3.1 supra*), incluidas las derivadas de tomas de control indirectas o sobrevenidas (*vid. 3.7 supra*).

(c) En los supuestos de canje de valores, salvo que los valores ofrecidos en canje:

- (i) estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado de la Unión Europea; o
- (ii) sean valores a emitir por la propia sociedad oferente y se cumplan los siguientes requisitos, (y) que el capital social de la sociedad oferente esté admitido a negociación en uno de los mercados antes indicados y (z) que el oferente adquiriera el compromiso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en el plazo de tres meses desde la publicación del resultado de la opa.

Cuando los valores ofrecidos en canje no estén admitidos a negociación en ninguno de los mercados antes indicados, debe aportarse un informe de valoración de un experto independiente en el que se determine el valor que les corresponde.

En caso de que los valores ofrecidos en canje estén pendientes de emitir por la sociedad oferente, el Real Decreto establece asimismo ciertas obligaciones relativas a la convocatoria y adopción de los acuerdos de emisión de los valores por la junta general de accionistas del oferente. La más relevante es que el órgano de administración del oferente, en la misma sesión en que acuerde formular la opa, deberá acordar la convocatoria de la junta general que habrá de decidir acerca de la emisión de los valores ofrecidos como contraprestación.

4.5. ¿Cómo y cuándo se debe garantizar la contraprestación ofrecida?

En el supuesto de que la contraprestación ofrecida sea efectivo, el oferente deberá aportar un aval bancario o documentación acreditativa de la constitución de un depósito de efectivo en una entidad de crédito que garantice el pago de la contraprestación frente a los miembros del mercado o sistema de liquidación y frente a los aceptantes de la oferta, y que permita su empleo por el sistema de compensación y liquidación del mercado en el que se negocien los valores objeto de la oferta.

Cuando la contraprestación de la oferta sean valores ya emitidos, deberá justificarse su disponibilidad y afección al resultado de la oferta. Aunque el Real Decreto no lo menciona, la presentación de un certificado de inmovilización debería satisfacer este requisito.

En caso de que la contraprestación consista en valores a emitir por la sociedad oferente, la nueva normativa exige a los administradores actuar de modo no contradictorio con la decisión de formular la opa. El Real Decreto no establece ningún requisito documental específico para acreditar esta circunstancia. Si la CNMV apreciase falta de seriedad en la oferta, podría exigir a los administradores garantías para asegurar las responsabilidades en que pudieran incurrir por los perjuicios derivados de la no emisión de los valores en los términos previstos.

La constitución de la garantía de la contraprestación ofrecida deberá acreditarse ante la CNMV al tiempo de presentación de la solicitud de autorización de la opa o en el plazo máximo de los siete días hábiles siguientes (*vid.* 8.3 *infra*).

4.6. ¿Hasta cuándo se puede modificar el precio y qué consecuencias tiene?

Siempre que suponga una mejora, el precio puede modificarse en cualquier momento anterior a los últimos cinco días naturales previos a la finalización del plazo de aceptación de la opa.

La modificación del precio deberá ser autorizada por la CNMV, que, de considerarlo necesario, podrá ampliar el plazo de aceptación de la oferta.

El incremento del precio ofrecido supondrá la obligación para el oferente de adecuar la garantía de la oferta (*vid. 4.5 supra*).

En el caso de que haya ofertas competidoras, la regla es diferente: cabe modificar la contraprestación hasta la presentación de los sobres, y el primer oferente también puede hacerlo incluso con posterioridad en determinadas circunstancias (*vid. 13.5 infra*).

4.7. ¿Puede el oferente adquirir acciones de la sociedad afectada al margen de la opa durante su tramitación?; ¿qué consecuencias tiene dicha adquisición?

Sí, aunque no será intrascendente. La adquisición por el oferente o por personas que actúen en concierto con él de acciones de la sociedad afectada al margen de la oferta durante su tramitación tendrá las siguientes consecuencias:

- (a) Si la oferta está condicionada a la obtención de un número mínimo de aceptaciones (*vid. 6.1 infra*), la adquisición supondrá la eliminación de dicha condición y de cualquiera otra que se hubiera establecido.
- (b) Si la contraprestación ofrecida fuera total o parcialmente en valores, 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.
- (c) 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 (*vid. 4.5 supra*). La ampliación deberá hacerse efectiva en el plazo de tres días hábiles desde que se produjo la adquisición.

Las adquisiciones deberán comunicarse a la CNMV como información relevante en el mismo día en que se realicen. La CNMV podrá reabrir la oferta y adoptar las medidas que considere necesarias en relación con la modificación de las condiciones de la oferta.

5.1. ¿Qué diferencia existe entre supuestos excluidos, supuestos dispensables y supuestos no sujetos a la obligación de formular una opa?

Supuestos excluidos son aquellos en los que, aun cumpliéndose los presupuestos recogidos en el Real Decreto que obligan a formular una opa, el propio texto legal exime de forma automática al adquirente de la obligación de formularla.

Supuestos dispensables son aquéllos en los que, cumpliéndose igualmente los presupuestos desencadenantes de la obligación de formular una opa, el Real Decreto concede a la CNMV la posibilidad de dispensar individualmente, caso por caso, al adquirente de dicha obligación, previa solicitud de éste y siempre que se cumplan las condiciones que la propia norma prevé. La dispensa es una institución nueva en nuestra normativa de opas y, en línea con los ordenamientos más avanzados en la materia, pretende dar un margen de discrecionalidad a la CNMV en la aplicación de la norma con objeto de paliar el problema de rigidez que ha sufrido nuestro sistema desde su origen.

Finalmente, supuestos no sujetos a la obligación de formular una opa son aquellos en los que no se cumplen los presupuestos desencadenantes de la obligación de formular una opa establecidos en el Real Decreto. Por ejemplo, el titular del 55 % del capital de una sociedad cotizada adquiere acciones adicionales hasta llegar al 100 % del capital.

5.2. ¿En qué supuestos excluye la nueva norma la obligación de formular una opa y cuáles son las principales novedades que presenta respecto al régimen anterior?

En general, el régimen de excepciones previsto en el Real Decreto no difiere sustancialmente del recogido en el Real Decreto 1197/1991.

El régimen de exclusiones recogido en el Real Decreto es el siguiente:

- (a) Se mantiene básicamente inalterada la causa de exclusión relativa a la adquisición de acciones de sociedades cotizadas por parte de los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, el Fondo de Garantía de Inversiones, el Consorcio de Compensación de Seguros y otras instituciones similares legalmente establecidas. La exclusión comprende no sólo la adquisición de valores por dichas instituciones sino también las adjudicaciones a favor de terceros de tales valores que realicen estos organismos con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia. La exclusión se extiende, igualmente, a las tomas de control indirecto siempre que el organismo competente lo considere conveniente (*vid.* 3.7 *supra*).
- (b) Se mantiene inalterada respecto del régimen recogido en el Real Decreto 1197/1991 la causa de exclusión relativa a las adquisiciones u otras operaciones que se realicen de conformidad con la ley de expropiación forzosa.
- (c) Se mantiene como causa de exclusión el acuerdo por todos los titulares de valores de la sociedad afectada de vender o permutar todos o parte de los valores que conceden derechos de voto en la sociedad o de renunciar a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición, añadiéndose la obligación de que los titulares acuerden simultáneamente la exclusión de negociación de esos valores de los mercados secundarios oficiales en los que estuvieran admitidos.
- (d) Se amplía el ámbito de aplicación de la causa de exclusión relativa a la capitalización de créditos en situaciones de insolvencia de la sociedad afectada, ya que la nueva norma no exige que la sociedad afectada se encuentre inmersa en un procedimiento concursal, sino que basta con que la viabilidad financiera de la sociedad afectada se encuentre en peligro grave e inminente. Con ello, se ha mejorado sustancialmente el régimen contenido en el Real Decreto 1197/1991, dando entrada en nuestro sistema a las “operaciones de salvamento” comunes en los ordenamientos de nuestro entorno más avanzados. Corresponderá a la CNMV acordar en cada caso si esta excepción es de aplicación, por lo que el régimen se aproxima más a la dispensa que a la exclusión.
- (e) Se incluye una nueva causa de exclusión relativa a la adquisición de valores a título gratuito, ya sea por actos *inter vivos* o *mortis causa*. En las adquisiciones a título gratuito por actos *inter vivos* se exige que el adquirente no haya adquirido valores en los 12 meses anteriores y no actúe de manera concertada con el transmitente. En la anterior normativa, estas adquisiciones gratuitas eran supuestos no comprendidos en el ámbito de aplicación de la normativa de opas puesto que el antiguo artículo 1 del Real Decreto 1197/1991 exigía que las adquisiciones fueran a título oneroso.
- (f) Se prevé una nueva causa de exclusión por virtud de la cual estarán exentos de la obligación de formular una opa los accionistas de sociedades afectadas por una fusión que alcancen en la sociedad cotizada resultante, como consecuencia de tal fusión, un porcentaje igual o superior al 30 % del capital con derecho a voto siempre que (i) no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente, y (ii) pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control de la sociedad resultante sino un objetivo industrial o empresarial.

Con ello, la nueva norma establece un régimen más estricto que el existente bajo el Real Decreto 1197/1991, puesto que, con ese régimen previo este tipo de fusiones no estaba incluido en su ámbito de aplicación, y ello a pesar del tenor literal del antiguo artículo 1. Sólo las fusiones que suponían tomas de control indirecto de una tercera sociedad cotizada —supuesto del que es tributario el actual artículo 7— constituían operaciones sujetas a opa.

-
- (g) Se elimina la causa de exclusión relativa a las operaciones de concentración mediante control conjunto.
 - (h) Por último, la adquisición del 30 % o más de los derechos de voto de una sociedad cotizada a través de una oferta voluntaria previa es un supuesto excluido de la obligación de lanzar opa obligatoria siempre que se cumplan los requisitos previstos en el artículo 8.f) del Real Decreto (*vid.* 1.7 *supra*)

5.3. ¿En qué supuestos y bajo qué condiciones puede la CNMV dispensar de la obligación de formular una opa?

Según el Real Decreto, la CNMV dispensará de la obligación de formular una opa a la sociedad adquirente que alcance o supere el 30 % de los derechos de voto de la sociedad afectada en caso de que otra entidad, individualmente o de forma conjunta con otras personas que actúen en concierto con ella, ostente en la sociedad afectada un porcentaje igual o superior de derechos voto que el que tenga el obligado a formular la oferta. La dispensa por este motivo también será aplicable en los supuestos de opa obligatoria por adquisición indirecta o sobrevenida de una participación de control previstos en el artículo 7 del Real Decreto (*vid.* 3.7 *infra*).

La dispensa estará condicionada a que la otra entidad no disminuya su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiese sido dispensado y a que este último no designe a más de la mitad de los miembros del consejo de administración de la sociedad afectada. Si ello sucediera, o si no se obtuviera la dispensa, el adquirente estará obligado a formular una opa, salvo que en el plazo de tres meses enajene el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el porcentaje señalado y, entre tanto, no ejerza los derechos de voto que excedan de tal porcentaje.

El artículo 4.2 del Real Decreto regula el régimen general de dispensa aplicable a este supuesto. Conforme a este artículo la dispensa deberá ser solicitada a la CNMV por la sociedad adquirente, quien al mismo tiempo la notificará a la sociedad afectada. Esta última dispondrá de tres días hábiles para formular alegaciones ante la CNMV. La CNMV dispondrá de un plazo de 10 días hábiles a contar desde la solicitud para comunicar su decisión motivada al interesado, a la sociedad afectada y para publicar su decisión en su página web.

5.4. ¿Qué otros supuestos de exclusión prevé el Real Decreto y qué condiciones deben cumplirse para que se aplique la exención de formular una opa?

En caso de que concurra alguno de los supuestos de adquisición indirecta o sobrevenida de una participación de control previstos en el artículo 7 del Real Decreto (*vid.* 3.7 *supra*), el adquirente indirecto o sobrevenido de dicha participación de control deberá formular una opa sobre la totalidad del capital social de la sociedad afectada salvo que, dentro de los tres meses siguientes a la fecha en la que se haya constatado la concurrencia del hecho desencadenante de la obligación de formular la opa, transmita a un tercero el exceso sobre el 30 % de los valores de la sociedad afectada y, entre tanto, no ejerza los derechos políticos de tal exceso. Tampoco estará obligado a lanzar la oferta si obtiene una dispensa de la CNMV de acuerdo con el procedimiento previsto en el artículo 4 Real Decreto antes descrito (*vid.* 5.3 *supra*).

6.1. ¿A qué condiciones se puede sujetar la efectividad de la oferta?

Salvo por lo indicado con posterioridad en relación con la autorización de la operación por las autoridades de defensa de la competencia (*vid.* 6.3 *infra*), en lo relativo a esta cuestión es necesario distinguir entre ofertas obligatorias y voluntarias. Las primeras no pueden someterse a condición alguna.

Por el contrario, la efectividad de las ofertas voluntarias sí puede sujetarse a condición. Solo están permitidas aquellas condiciones que (i) están dentro del catálogo de condiciones admisibles incluido en el Real Decreto y (ii) cuyo cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación de la oferta. Con la imposición de un límite temporal a las condiciones —su necesaria verificabilidad al término del plazo de aceptación de la oferta—, el Real Decreto pretende dotar de certeza a las ofertas sujetas a condición.

El Real Decreto incluye el siguiente catálogo de condiciones permitidas:

- (a) La aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales —p.ej., una fusión o una escisión— o la adopción de otros acuerdos por la junta general de accionistas de la sociedad afectada.
- (b) La aceptación de la oferta por un número mínimo de valores de la sociedad afectada.
- (c) La aprobación de la oferta por la junta general de la sociedad oferente.
- (d) Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la CNMV.

Una de las novedades introducidas por el Real Decreto es que cuando la oferta se condicione a su aceptación por un determinado número de valores ya no es necesario, como ocurría bajo el Real Decreto 1197/1991, que la diferencia entre el número máximo de valores al que se dirija la oferta y el número mínimo de valores a cuya adquisición se condiciona la efectividad de la oferta sea igual o superior al 20 %. De este modo, bajo el nuevo régimen una oferta dirigida al 100 % del capital social de la sociedad afectada podrá, por ejemplo, estar

condicionada a su aceptación por el 90 % del capital —umbral relevante a los efectos del *squeeze-out* (vid. 14.3 *infra*)—.

Otra novedad en esta materia es la posibilidad de que las ofertas voluntarias —no así las obligatorias— puedan condicionarse a su aprobación por la junta general de accionistas del oferente. Esta posibilidad facilitará la formulación de ofertas por entidades extranjeras que, en algunos casos y en función del importe de la operación², pueden estar obligadas por la legislación de su país a obtener la previa autorización de la junta general de accionistas. Se viene así a dar respuesta a una cuestión surgida bajo el anterior régimen que, al exigir que al presentar la opa el oferente aportase el certificado del acuerdo de promover la oferta adoptado por el órgano competente, hacía que fuese al menos dudosa la posibilidad de incluir este tipo de condiciones. Ha de advertirse que esta cuestión no se planteaba cuando el oferente era una sociedad española ya que en Derecho español el órgano generalmente competente para aprobar el lanzamiento de una opa con contraprestación en efectivo es el órgano de administración, con independencia de su importe.

6.2. ¿Se puede renunciar al cumplimiento de las condiciones?; ¿hasta cuándo?

Las ofertas voluntarias quedan sin efecto si, al finalizar el plazo de aceptación, las condiciones a que se hubiesen sujetado no se han cumplido. No obstante, el oferente puede renunciar a la condición a la que esté sometida su oferta y adquirir los valores a los que ésta se dirija.

Si la condición consiste en la aceptación de la oferta por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada, podrá renunciarse cuando, una vez finalizado el periodo de aceptación, la CNMV informe al oferente del resultado de la oferta.

En los restantes casos, la renuncia del oferente al cumplimiento de la condición tendrá que realizarse como máximo el día anterior a la finalización del plazo de aceptación.

6.3. ¿Se puede sujetar la efectividad de la opa a la aprobación de la operación por las autoridades de defensa de la competencia o de otros organismos regulatorios?

Cuando la oferta pública de adquisición, ya sea obligatoria o voluntaria, implique la existencia de una operación de concentración económica, ya sea de dimensión europea, española o de cualquier otra jurisdicción, el Real Decreto brinda al oferente la posibilidad —que no la obligación— de que condicione su oferta a la obtención de la autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia que correspondan. Así, por ejemplo, la efectividad de una oferta ya no podrá solamente sujetarse a la autorización de la concentración por las autoridades de defensa de la competencia españolas como ocurría bajo el régimen

2 Por ejemplo, en el Reino Unido las *Listing Rules* de la *United Kingdom Listing Authority* exigen que el oferente publique un *explanatory circular* y que obtenga la aprobación de su junta general de accionistas cuando la oferta exceda determinados umbrales que ponen en relación el valor relativo de la oferta con la sociedad oferente.

anterior, sino también a su autorización por la Comisión Europea o por las autoridades competentes de terceros países.

Las consecuencias de la inclusión de este tipo de condición en la oferta son las siguientes:

- (a) Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia autorizan o no se oponen a la operación de concentración, la oferta surtirá plenos efectos.
- (b) Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia declarasen improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta.
- (c) Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia sujetaran su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir de la oferta.
- (d) Si antes de la expiración del plazo de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de defensa de la competencia, el oferente podrá desistir de la oferta.

Cuando la oferta condicionada fuese obligatoria, serán de aplicación las siguientes particularidades:

- (a) En tanto no haya recaído la correspondiente resolución de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta —i.e., 30 %—. Esto supone una extensión del plazo general previsto en el artículo 32.2 del Real Decreto para las ofertas obligatorias no sujetas a condición durante el cual el oferente tiene prohibido ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación sobre el 30 % —que se prolonga sólo hasta el momento en que la CNMV autoriza la oferta—.
- (b) Si el oferente desiste de la oferta por darse alguna de las circunstancias previstas en las letras (b), (c) y (d) anteriores, deberá en el plazo de tres meses (i) enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de votos por debajo de la participación de control —i.e., 30 %— o (ii) resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación.

En cuanto a otras autorizaciones administrativas distintas de las de las autoridades de defensa de la competencia, el Real Decreto prevé que aquellas ofertas cuya realización requiera la obtención de una autorización regulatoria —p.ej., por operar la sociedad afectada en un sector regulado y adquirir el oferente una participación que de acuerdo con la legislación sectorial aplicable exija autorización del organismo regulatorio competente— podrán presentarse sin necesidad de haberla obtenido previamente, pero la CNMV no autorizará la oferta y, por tanto, no comenzará el periodo de aceptación hasta que no se le acredite su obtención. En la práctica esto supone condicionar la oferta obligatoriamente a la obtención de la autorización administrativa de que se trate, ya que si, presentada la oferta, no se obtiene la aprobación, la CNMV no autorizará la oferta y ésta decaerá.

A aquellas ofertas que, siendo obligatorias, se presenten sin haber obtenido la autorización regulatoria preceptiva les será de aplicación *mutatis mutandi* lo dispuesto anteriormente para las ofertas obligatorias sujetas a la autorización de las autoridades de defensa de la competencia.

7.1. ¿Es siempre necesario hacer una opa si se quiere excluir de bolsa a una sociedad?

Sí, salvo en los siguientes supuestos:

- (a) Cuando, tras la realización de una opa, el oferente exija a los accionistas minoritarios de la sociedad afectada la venta forzosa de sus acciones —*squeeze-out*—, o bien estos exijan al oferente la compra forzosa de sus acciones —*sell-out*— y, en este último caso, el oferente pase a ser titular del 100 % del capital social de la sociedad (*vid. 14 infra*).
- (b) Cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de opa.
- (c) Cuando la sociedad se extinga mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad extinguida se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada —al contrario que si se convirtieran, total o parcialmente, en accionistas de una sociedad no cotizada, en cuyo caso sería necesario formular una opa de exclusión—.
- (d) Cuando se hubiera realizado con anterioridad una opa por la totalidad del capital siempre que (i) en el folleto de la opa se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación, (ii) se justifique mediante un informe de valoración que el precio ofrecido en la opa previa cumple con los requisitos de la opa de exclusión (*vid. 7.2 infra*), y (iii) se facilite la venta de la totalidad de las acciones mediante una orden permanente de compra al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente.
- (e) Cuando la junta general de accionistas y, en su caso, la asamblea de obligacionistas, acuerden un procedimiento que, a juicio de la CNMV, sea equivalente a la oferta pública porque asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de valores afectados por la exclusión.

7.2. ¿Quién tiene que formular la opa de exclusión?; ¿a qué precio?

La oferta puede ser formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir o por otra persona o entidad siempre que cuente con la aprobación de la junta general de accionistas de aquélla.

El precio de la oferta, que debe abonarse íntegramente en dinero y ser aprobado por la junta general de la sociedad emisora de los valores a excluir, no puede ser inferior al mayor que resulte entre (i) el precio equitativo (*vid. 4.1 supra*) y (ii) el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los siguientes métodos de valoración:

- (a) Valor teórico contable de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.
- (b) Valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo.
- (c) Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
- (d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
- (e) Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.

Los administradores de la sociedad emisora de los valores a excluir deberán preparar un informe en el que se justifique la propuesta de exclusión y el precio ofrecido sobre la base de los métodos de valoración antes referidos. El informe se pondrá a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la junta general que decida sobre la exclusión, la oferta y el precio.

7.3. Si se tiene la intención de excluir a la sociedad de bolsa, ¿se tiene que decir en el folleto de la opa?

Sí.

8.1. ¿Cómo y cuándo se debe anunciar la decisión u obligación de realizar una opa?

Cuando la oferta sea voluntaria, la decisión de realizar una opa debe anunciarse tan pronto como se haya adoptado. Si la contraprestación de la opa consiste en efectivo, el oferente deberá asegurarse de que puede hacer frente a ella íntegramente antes de realizar el anuncio. No está claro cuál es el grado de seguridad que tiene que alcanzar el oferente a estos efectos —p.ej., en el supuesto de que precise financiación externa, si es suficiente haber llegado a un acuerdo preliminar con un banco o sindicato (carta de mandato) o si precisa un compromiso en firme de que obtendrá financiación sin condiciones (contrato con cláusula de *certain funds*)—, por lo que la práctica irá despejando estas dudas. Cuando existan otros tipos de contraprestación, la normativa es más vaga y tan sólo señala que el oferente deberá haber adoptado todas las medidas razonables para garantizar su cumplimiento.

Quien se encuentre en uno de los supuestos que generan la obligación de formular una opa (*vid.* 3.1 y 3.7 *supra*) deberá hacer pública esta circunstancia y difundirla al mercado inmediatamente. La comunicación deberá especificar, cuando proceda, si la persona o entidad tiene intención de solicitar una dispensa (*vid.* 5.3 *supra*) y, en los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas (*vid.* 3.7 *supra*), si tiene intención de formular una opa o de reducir su participación por debajo del umbral que le obligue a formular la oferta. En el caso de que le sea denegada la dispensa, el oferente deberá hacer pública y difundir la decisión de formular la oferta.

En todos los casos, la comunicación debe realizarse al mercado en la misma forma que un hecho relevante y, por tanto (i) debe enviarse a la CNMV simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho o se haya adoptado la decisión y (ii) el contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro y completo, de manera que no induzca a confusión o engaño. Además, cuando la entidad sea un emisor de valores, deberá difundir la información en su página web.

8.2. ¿Debe comunicarse la decisión u obligación de lanzar una opa a los trabajadores de las sociedades implicadas?

Sí, tan pronto como se haya hecho pública una opa, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente deberán informar a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores.

Así mismo, una vez publicado el folleto de la oferta, tanto el oferente como la sociedad afectada lo deberán remitir a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores. Éstos, además, deberán poder obtener fácil y rápidamente el folleto explicativo de la oferta y su documentación complementaria.

8.3. ¿Cómo y cuándo debe presentarse la solicitud de autorización de una opa?; ¿qué documentación debe acompañarse a la solicitud de autorización?

La solicitud de autorización de la oferta deberá presentarse dentro de los siguientes plazos:

- (i) en general, durante el mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta;
- (ii) en los casos en que se haya adquirido una participación de control o se haya designado a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, durante el mes siguiente a la fecha en que surja la obligación de formular la oferta (*vid. 3.1 supra*); y
- (iii) en los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas, en los tres meses siguientes a la fecha en la que se produzca la toma de control (*vid. 3.7 supra*).

La solicitud de autorización debe presentarse a la CNMV; estar suscrita por el oferente o persona con poder para obligarle; contener las principales características de la operación; y ajustarse al modelo que, en su caso, determine la CNMV mediante Circular.

Al escrito de solicitud se acompañará (i) la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la oferta pública adoptado por la persona u órgano competente, así como (ii) el folleto explicativo de la oferta suscrito por la persona que figure como responsable en todas sus hojas. En el caso de una oferta voluntaria, se indicará si la decisión de promover la opa está condicionada a la aprobación de la junta general del oferente y, en su caso, se aportará la documentación correspondiente en cuanto se obtenga dicha autorización (*vid. 6.1 supra*).

En el plazo de siete días hábiles desde la presentación del escrito de solicitud deberán aportarse los siguientes documentos adicionales:

- (a) Documentación acreditativa de la constitución de la garantía de la contraprestación ofrecida (*vid. 4.5 supra*).
- (b) Solicitud de autorización o verificación administrativa o, en su caso, documentación acreditativa de dicha autorización o verificación, si la operación lo requiere.
- (c) Documentación acreditativa del precio de la oferta e informes de valoración cuando corresponda.

-
- (d) Certificados de legitimación acreditativos de la inmovilización de los valores de la sociedad afectada, en el caso de que proceda.
 - (e) Modelo de los anuncios a publicar y certificación acreditativa de las otras formas de publicidad o difusión de la oferta en su caso previstas.
 - (f) En el supuesto de que el oferente sea una persona jurídica: (i) certificación acreditativa de su constitución y de sus estatutos vigentes y (ii) auditoría de cuentas de sus estados financieros y, en su caso, los de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio cerrado o aprobado. El primero de los documentos no será necesario si el oferente tiene sus acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y, por tanto, sus estatutos ya se encuentran depositados en los registros de la CNMV. El segundo de los documentos indicados tampoco será necesario si la citada auditoría ya se encuentra depositada en los registros de la CNMV o si la sociedad no está obligada a auditar sus cuentas. Si la sociedad oferente no tiene actividad o ha sido creada para la realización de la oferta, se aportarán las auditorías de cuentas de los estados financieros del último ejercicio cerrado o aprobado correspondiente a sus accionistas o socios de control y, en su caso, de sus respectivos grupos, siempre que se trate de personas jurídicas. Si la sociedad oferente ha publicado estados financieros posteriores al cierre de las cuentas anuales indicadas anteriormente, se aportarán también dichos estados financieros, salvo que ya se encontraran depositados en los registros de la CNMV.
 - (g) Cuando la contraprestación consista en valores ya emitidos por una sociedad distinta de la oferente, deberá aportarse asimismo auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad emisora y, en su caso, de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio, así como, en su caso, certificación acreditativa de su constitución y de sus estatutos vigentes, salvo que estos ya se encontrasen depositados en los registros de la CNMV.

La CNMV revisará la solicitud de autorización y documentación presentada y declarará en su caso su admisión a trámite en un plazo que no excederá de siete días hábiles desde que se complete la documentación.

8.4.¿Cuál es el contenido que debe incluir el folleto de la opa?

El contenido del folleto de la opa viene establecido en el Anexo del Real Decreto e incluye cinco capítulos. Además, el folleto debe incluir una introducción en la que deben constar, en su caso, las advertencias que la operación requiera.

El contenido de los cinco capítulos, en términos generales, es el siguiente:

- (a) Capítulo I: información correspondiente a las personas responsables del folleto, a los acuerdos relativos a la oferta y a la legislación aplicable; información básica sobre la sociedad afectada; información sobre el oferente y su grupo; descripción de acuerdos sobre la oferta entre el oferente y los accionistas, consejeros o directivos de la sociedad afectada; información sobre valores de la sociedad afectada pertenecientes al oferente; información sobre operaciones con valores de la sociedad afectada realizadas por el oferente y personas que actúen concertadamente con él durante los 12 meses anteriores al anuncio de la oferta; información sobre la actividad y situación económico-financiera del oferente.

- (b) Capítulo II: información sobre los valores a los que se dirige la oferta, sobre la contraprestación ofrecida, sobre las condiciones a las que se sujeta la oferta y sobre las garantías y financiación de la oferta.
- (c) Capítulo III: procedimiento de aceptación y liquidación de la oferta.
- (d) Capítulo IV: información sobre la finalidad de la operación, incluyendo planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras de la sociedad objetivo, sobre sus empleados y directivos, sobre la disposición de activos y sobre la política de dividendos.
- (e) Capítulo V: autorizaciones y otras informaciones, incluyendo información sobre la aplicación de la Ley de Defensa de la Competencia y detalles de las autorizaciones o verificaciones administrativas precisas.

Si la contraprestación consistiese en valores, el folleto de la oferta deberá contener la información adicional que sea equivalente a la del folleto informativo previo para los casos de ofertas públicas de valores, salvo que exista un documento de registro o folleto informativo del emisor de los valores entregados en canje que resulte válido a tenor de lo dispuesto en la normativa aplicable.

8.5. ¿En qué plazo debe autorizarse o denegarse la opa?

El acuerdo de autorización o denegación de la autorización deberá ser adoptado por la CNMV en un plazo de 20 días hábiles a partir de la recepción de la solicitud correspondiente. No obstante, en el caso de que los documentos complementarios se reciban después de la solicitud, o cuando se requieran informaciones o documentos adicionales, el plazo señalado se computará desde la fecha en que se registren o aporten los documentos o informaciones adicionales. En la práctica, por tanto, el plazo de autorización será, como hasta ahora, indeterminado.

8.6. ¿Cómo se hace pública la opa?

El oferente deberá proceder a dar difusión pública y general de la oferta en el plazo máximo de cinco días hábiles desde que se le haya notificado la autorización por parte de la CNMV.

Se dará publicidad a la oferta mediante la publicación de un anuncio en (i) el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación y de todas ellas si están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español, y (ii) como mínimo, en un periódico de difusión nacional. El anuncio contendrá los datos esenciales de la opa que consten en el folleto y se ajustará al modelo registrado como documento complementario del folleto. La CNMV podrá exigir la repetición o ampliación del anuncio a costa del oferente.

Además, el oferente, desde el día hábil bursátil siguiente al de la publicación del primer anuncio, pondrá a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta, así como la documentación complementaria antes indicada. El folleto explicativo y la información complementaria se considerarán puestos a disposición del público cuando se publiquen, a elección del oferente, a través de cualquiera de los medios siguientes:

- (a) En uno o más periódicos de difusión nacional.

-
- (b) En formato impreso que se ponga a disposición gratuita del público en las Bolsas de Valores o en los mercados en los que los valores estén admitidos a negociación o en los domicilios sociales del oferente, de la sociedad afectada o de la entidad que actúe como intermediaria y liquidadora de la oferta.
 - (c) En formato electrónico en la página web del oferente, de la sociedad afectada, de las Bolsas de Valores o mercados en los que estén admitidos a negociación los valores.
 - (d) En formato electrónico en la página web de la CNMV.

En los casos en que el folleto se ponga a disposición mediante su publicación en formato electrónico, el oferente deberá entregar gratuitamente una copia en papel al inversor que lo solicite.

8.7. ¿Cómo y cuándo manifiesta el consejo de administración de la sociedad afectada su posición respecto de la opa?

El órgano de administración de la sociedad afectada deberá redactar un informe detallado y motivado sobre la opa, que deberá contener:

- (i) sus observaciones a favor o en contra;
- (ii) una manifestación expresa sobre si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de éstos y los miembros del órgano de administración de aquélla;
- (iii) la opinión de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada respecto de la oferta y su intención de aceptar o no la oferta por aquéllos que sean titulares directos o indirectos de valores afectados;
- (iv) posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad;
- (v) si algún miembro del órgano de administración tuviera algún conflicto de interés, lo hará constar y explicará la naturaleza de dicho conflicto;
- (vi) si los miembros del órgano de administración mantienen posiciones distintas en relación con la oferta, las opiniones de aquéllos que se encuentren en minoría;
- (vii) información sobre los valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la sociedad afectada o por las personas con las que actúe concertadamente y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, así como los que pudieran tener en la sociedad oferente; y
- (viii) si el órgano de administración de la sociedad afectada recibiese en plazo un dictamen distinto de los representantes de los trabajadores en cuanto a las repercusiones de la opa sobre el empleo, éste se adjuntará al informe de la sociedad afectada.

El informe deberá ser publicado por la propia sociedad afectada en cualquiera de las formas previstas para el anuncio de la oferta (*vid.* 8.6 *supra*) en el plazo máximo de 10 días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta. El informe también deberá ser remitido a la CNMV y a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada.

9.1. ¿Cómo se acepta una opa?; ¿qué plazo hay para aceptar y cuándo comienza?

Las declaraciones de aceptación de la oferta se realizarán de acuerdo con lo señalado en el folleto de la oferta. En el caso de que existan ofertas competidoras (*vid.* 13 *infra*), podrán formularse declaraciones de aceptación múltiples, siempre que en ellas se indique el orden de preferencia y las declaraciones se hagan llegar a los distintos competidores (art. 34 RD). Las declaraciones de aceptación que se sometan a condición carecerán de validez.

El plazo para la aceptación de la oferta se fijará en el folleto por el oferente, no pudiendo ser inferior a 15 días naturales ni superior a 70, contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio de la oferta por el oferente, tras su autorización por la CNMV (*vid.* 8.6 *supra*).

El plazo de aceptación de la oferta podrá ampliarse en los siguientes supuestos:

- (a) El oferente podrá ampliar el plazo de aceptación siempre que no se exceda el límite máximo de 70 días antes referido. La ampliación deberá anunciarse, al menos, tres días naturales antes del término del plazo inicial. Parece, por tanto, desprenderse del artículo 23.2 del Real Decreto que la modificación del plazo de aceptación no está sujeta al límite temporal previsto con carácter general para las restantes modificaciones de la oferta según el artículo 31.1 del Real Decreto —i.e., cualquier momento anterior al quinto día previo al fin del plazo de aceptación (*vid.* 12.1 *infra*)—.
- (b) El plazo de aceptación quedará ampliado automáticamente, cuando proceda, para que medien al menos 15 días naturales entre el día de la celebración de la junta general que deba aprobar la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación o decidir sobre las condiciones a las que se hubiera sujetado la oferta y el último día del plazo de aceptación.
- (c) La CNMV podrá ampliar el plazo de aceptación cuando se publique un suplemento al folleto y la relevancia de la información lo exija —p.ej., como consecuencia de la modificación de las condiciones de la oferta (*vid.* 12.2 *infra*)—.

- (d) En el supuesto de oferta competidora (*vid.* 13 *infra*), los plazos de aceptación de las ofertas precedentes quedan automáticamente modificados de forma que todas las ofertas finalicen el mismo día.
- (e) La CNMV podrá acordar de forma motivada la ampliación del plazo de aceptación en los demás casos en que pueda resultar necesario, basándose en el buen fin de la oferta y la debida protección de sus destinatarios.

9.2. ¿Las aceptaciones son irrevocables?

No son irrevocables. A diferencia de lo que preveía, con carácter general, el Real Decreto 1197/1991, el artículo 34 del Real Decreto establece que las declaraciones de aceptación podrán ser revocadas en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta.

9.3. ¿Cómo se liquida una opa?; ¿cuál es la fecha de efectos de la liquidación?

Las Sociedades Rectoras o, en su caso, las entidades que actúen por cuenta del oferente comunicarán a la CNMV, en el plazo de cinco días hábiles desde la finalización del plazo de aceptación, el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas.

La CNMV, una vez tenga conocimiento del número de valores a que se refiere el párrafo anterior, comunicará, en el plazo de dos días hábiles, 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. Las Sociedades Rectoras publicarán dicho resultado en el Boletín de Cotización correspondiente a la sesión bursátil en la que reciban la comunicación.

Una vez publicado el resultado, en el caso de que la oferta hubiera alcanzado un resultado positivo, se procederá a la liquidación de la oferta. El procedimiento de liquidación variará en función de la naturaleza de la contraprestación ofrecida. Cuando la contraprestación consista en dinero, la oferta se liquidará por el procedimiento establecido por Iberclear, y cuando consista en una permuta de valores, la opa se liquidará en la forma prevista en el folleto.

La fecha de la operación bursátil, cuando la contraprestación consista en dinero, será la de la sesión a la que se refiera el Boletín de Cotización en que se publique el resultado de la oferta. La operación se liquidará en D+3.

10.1. ¿Qué clase de medidas defensivas previas puede establecer una sociedad cotizada?

Las medidas defensivas previas que, desde un punto de vista jurídico, puede establecer una sociedad cotizada frente a posibles ofertas públicas de adquisición no amistosas son fundamentalmente de dos clases: estatutarias y contractuales.

La principal y más eficaz medida defensiva estatutaria admisible en España es la limitación del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o todos los pertenecientes a un mismo grupo. También es posible establecer en los estatutos sociales quórum de constitución o mayorías de voto reforzadas para la aprobación de ciertos acuerdos —ampliaciones de capital, emisiones de obligaciones, fusiones y escisiones, etc.— que, si bien pueden favorecer la creación de una minoría de bloqueo que entorpezca los planes de futuro de un posible adquirente hostil, pueden también comprometer la gestión ordinaria de la sociedad al dificultar la aprobación por la junta general de iniciativas estratégicas de interés. Otra medida defensiva estatutaria posible es el establecimiento de requisitos especiales para ser nombrado consejero —como, p.ej., el reunir la condición de accionista de la sociedad durante un período mínimo de tiempo anterior al nombramiento— o para el desempeño de cargos clave —presidente, consejero delegado— del consejo de administración —como, p.ej., la antigüedad como consejero de la sociedad—. Esta medida puede obstaculizar el acceso de un adquirente hostil al consejo de administración de la sociedad, aunque no tiene carácter absoluto dado que no es aplicable en caso de nombramiento de consejeros en ejercicio del derecho de representación proporcional, ni cuando los estatutos prevén su no aplicación en el supuesto de que el nombramiento sea aprobado por una mayoría reforzada de la junta general o del consejo de administración, según corresponda.

Las medidas defensivas de naturaleza contractual pueden dividirse a su vez en dos: las previstas en contratos celebrados por la sociedad y las derivadas de acuerdos suscritos por terceros. Entre las primeras se encuentran los acuerdos que tengan prevista una cláusula de cambio de control, y que pueden afectar a activos —p.ej., opciones de compra—, financiaciones —p.ej., cláusulas de amortización anticipada y de elevación del tipo de interés—, emisiones

de valores —p.ej., cláusulas de conversión anticipada y de reducción del tipo de conversión de obligaciones convertibles—, etc. y que, tengan o no en su origen un propósito defensivo, pueden desincentivar la formulación de una oferta pública de adquisición no pactada. En cuanto a las segundas, las más relevantes son los posibles compromisos de voto y restricciones a la transmisión de acciones o valores convertibles previstas en pactos parasociales celebrados por accionistas de la sociedad, que pueden restringir o imposibilitar el ejercicio del derecho de voto en sentido favorable a una posible oferta pública de adquisición en el seno de la junta general de accionistas de la sociedad afectada o la propia aceptación de la oferta por las partes del pacto parasocial.

Al margen de las medidas defensivas previas de carácter jurídico existen otras medidas o estrategias de índole financiera, tales como el aumento del apalancamiento de la sociedad o la salida a bolsa de sociedades filiales, que pueden aumentar el esfuerzo financiero necesario para hacerse con el control de la sociedad, al obligar al oferente a asumir una deuda superior o a aumentar la contraprestación total necesaria debido a la obligación de ofrecer la adquisición de los intereses minoritarios en las sociedades filiales mediante el mecanismo de la oferta pública de adquisición sucesiva (*vid.* 3.7.1 *supra*).

10.2. ¿Cómo puede un oferente conocer las medidas defensivas previas de que dispone una sociedad cotizada?

Los estatutos sociales de las sociedades cotizadas así como los pactos parasociales celebrados entre sus accionistas que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones pueden consultarse en el Registro Mercantil donde figure inscrita la sociedad emisora así como en las páginas web de las que estas sociedades deben disponer en cumplimiento de las obligaciones de información y transparencia de las sociedades emisoras. Su contenido detallado se regula en la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV. Los pactos parasociales están igualmente disponibles en la página web de la CNMV.

Por su parte, el informe de gestión que elaboran anualmente las sociedades cotizadas con ocasión de la formulación de sus cuentas anuales debe, a partir de la aprobación de la Ley 6/2007, incluir información, entre otros aspectos, sobre (i) los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adquisición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad —excepción que no se aplicará cuando la sociedad esté obligada legalmente a dar publicidad a esta información—, y (ii) los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

10.3. ¿Se pueden neutralizar las medidas defensivas previas de una sociedad?

Una de las principales novedades introducidas por la Ley 6/2007 y el Real Decreto —siguiendo lo previsto en la Directiva 2004/25/CE— es el establecimiento de un régimen opcional que las sociedades cotizadas pueden imponerse a sí mismas para neutralizar algunas de sus propias medidas defensivas previas.

Las sociedades cotizadas que dispongan de medidas defensivas previas pueden decidir que se apliquen una o varias de las siguientes medidas de neutralización en el caso de que la compañía sea objeto de una oferta pública de adquisición:

- (a) La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales referidos a la sociedad afectada.
- (b) La ineficacia, en la junta general de accionistas de la sociedad afectada que decida sobre la posible adopción de medidas de defensa, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.
- (c) La ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 % del capital que confiera derechos de voto.

10.4. ¿Cómo se pueden neutralizar las medidas defensivas previas de una sociedad?

La decisión de aplicar las medidas de neutralización referidas en el apartado 10.3 anterior debe adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad con el quórum y mayorías reforzadas a que se refiere el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas. A tal efecto, el consejo de administración de la sociedad deberá elaborar un informe detallando las restricciones estatutarias y contenidas en los pactos parasociales que se pretenden neutralizar, la medida o medidas de neutralización que se propone aplicar, los acuerdos que se hayan celebrado o se estén negociando por la sociedad o terceros de los que la compañía tenga conocimiento con potenciales oferentes, las razones por las que los administradores proponen la adopción de dichas medidas de neutralización y el sentido del voto de cada uno de los administradores en la aprobación del informe. Este informe se pondrá a disposición de los accionistas desde la convocatoria de la junta general.

Cuando una sociedad decida aplicar medidas de neutralización deberá prever en sus estatutos sociales una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos neutralizados, que deberá especificar la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla. La falta de concreción de la regulación en esta materia y la dificultad de determinar el método de cálculo de la compensación y la identidad de sus beneficiarios, entre otras cuestiones, hacen previsible que la adopción de medidas de neutralización vaya a tener escasa acogida entre las sociedades cotizadas españolas.

Del mismo modo, la junta general de accionistas de una sociedad cotizada que haya aprobado anteriormente la aplicación de medidas de neutralización podrá revocar dicha decisión en los mismos términos antes indicados y con los mismos quórum de asistencia y mayorías de voto que para la aplicación de dichas medidas de neutralización.

La adopción de medidas de neutralización y su revocación deberán comunicarse por la sociedad a la CNMV, quien hará pública dicha comunicación, y a los demás supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación, o se haya solicitado la admisión. La sociedad deberá hacer constar dichos acuerdos en su informe anual de gobierno corporativo.

10.5. ¿Puede excluirse la neutralización de medidas defensivas en caso de falta de reciprocidad?

Las sociedades cotizadas que hayan decidido aplicarse a sí mismas medidas de neutralización podrán aprobar, mediante acuerdo adoptado como máximo dentro de los 18 meses anteriores a que la oferta pública de adquisición en cuestión se haya hecho pública, que dichas medidas no entren en juego, y por tanto, se mantengan las medidas defensivas previstas en sus estatutos y pactos parasociales, cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad o grupo que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes. Esta excepción es susceptible de aplicación en los casos en que el potencial oferente sea una sociedad cotizada comunitaria que disponga de medidas defensivas previas y que no haya adoptado medidas de neutralización, o una sociedad filial de ésta. No parece, en cambio, que pueda aplicarse cuando la entidad oferente no sea una compañía cotizada ni pertenezca a un grupo cuya entidad matriz sea una sociedad cotizada, pues las sociedades no cotizadas, al menos en los Estados comunitarios, no son susceptibles de aplicar medidas de neutralización. Más dudosos resultan los casos en los que la sociedad oferente, no formando parte de ningún grupo, esté participada de forma no mayoritaria por alguna sociedad cotizada comunitaria que no aplique medidas de neutralización —p.ej., en el caso de un consorcio formado por varias compañías cotizadas, unas que no estén blindadas frente a ofertas o que, estándolo, hayan adoptado medidas de neutralización, y otras que, disponiendo de medidas defensivas previas, no hayan decidido neutralizarlas—; y también aquellos otros casos en que la sociedad oferente sea o pertenezca al grupo de una compañía cotizada no comunitaria que, disponiendo de medidas defensivas, no esté sujeta a ningún régimen legal de neutralización obligatoria u opcional semejante al diseñado por la Directiva 2004/25/CE.

La decisión de excluir la aplicación de las medidas de neutralización aprobadas debe adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad con el quórum y mayorías reforzadas a que se refiere el artículo 103 de la Ley de Sociedades y, como máximo, 18 meses antes de que la opa se haya hecho pública. El consejo de administración de la sociedad deberá elaborar un informe justificando el acuerdo a adoptar e indicando el sentido del voto de cada uno de los administradores en la aprobación del informe. El informe se pondrá a disposición de los accionistas desde la convocatoria de la junta general.

11.1. ¿Está sujeto el consejo de administración de la sociedad afectada al deber de pasividad?; ¿cuáles son las excepciones al deber de pasividad?

Tanto el consejo de administración de la sociedad afectada como cualquier órgano delegado o apoderado del mismo —comisión ejecutiva delegada, consejero delegado, directores generales, etc.— y sus respectivos miembros; así como las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y las personas concertadas con las anteriores, están sometidos a limitaciones a su actuación desde el momento en que se anuncie públicamente una oferta pública de adquisición sobre la sociedad (*vid.* 8.1 *supra*) y hasta la publicación del resultado de la oferta. Con ello se pretende evitar que la sociedad afectada pueda interferir en la oferta impidiendo a sus accionistas decidir sobre ella.

En este sentido, tales órganos de administración y dirección de la sociedad afectada deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas con el quórum y mayorías reforzadas a que se refiere el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta. Respecto de las decisiones adoptadas antes del anuncio de la oferta pública y aún no ejecutadas total o parcialmente, la junta general deberá aprobar o confirmar todo acuerdo que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad afectada y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta.

Para recabar la autorización de la junta, el consejo de administración de la sociedad deberá elaborar un informe detallando y justificando las actuaciones para las que se solicita la aprobación o confirmación de la junta general e indicando el sentido del voto de cada uno de los administradores en la aprobación del informe. Este informe se pondrá a disposición de los accionistas desde la convocatoria de la junta general. La convocatoria de la junta general de accionistas deberá expresar con claridad las actuaciones que se someten a la aprobación de la junta general que, salvo que se trate de una junta general ordinaria, no podrá decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización o confirmación de la actuación u operación.

Sin perjuicio de la generalidad de la limitación enunciada, se requerirá, en particular, aprobación de la junta general de accionistas de la sociedad afectada con carácter previo a cualquiera de las siguientes actuaciones:

- (a) Acordar o iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta.
- (b) Efectuar o promover, directa o indirectamente, cuando pueda impedir el éxito de la oferta, operaciones sobre los valores a los que afecte o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores.
- (c) Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta.
- (d) Repartir dividendos extraordinarios o remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada, salvo que los correspondientes acuerdos societarios hubieran sido aprobados y hechos públicos con anterioridad al lanzamiento de la oferta por el órgano social competente.

Como única excepción, el consejo de administración de la sociedad afectada no precisa de autorización de la junta general de accionistas para la búsqueda de otras ofertas competidoras de la oferta pública inicialmente presentada, pues con ello no sólo no perjudica en modo alguno a los accionistas de la sociedad afectada sino que cumple diligentemente con sus deberes fiduciarios para con dichos accionistas en el sentido de maximizar el valor de la sociedad.

11.2. ¿Hay algún límite a las medidas defensivas que puede emprender el consejo de administración de la sociedad afectada con autorización de la junta?

Aunque la normativa permite al consejo de administración de la sociedad afectada adoptar cualesquiera medidas que puedan frustrar una oferta pública de adquisición cuando hayan sido previa y específicamente aprobadas por la junta general, naturalmente las iniciativas que el consejo de administración pretenda llevar a cabo deberán ser plenamente lícitas y legítimas en sí mismas consideradas —p.ej., no pueden ser medidas que vayan en contra del interés social de la sociedad afectada—.

11.3. ¿Puede excluirse el deber de pasividad en caso de falta de reciprocidad?

Al igual que en el caso de la neutralización de medidas defensivas previas (*vid.* 10.5 *supra*), la junta general de una sociedad cotizada puede optar, mediante acuerdos sucesivos con una vigencia de 18 meses cada uno, por dispensar al consejo de administración de su deber de pasividad, si la sociedad es objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad que, teniendo su domicilio social fuera de España, no imponga a su órgano de administración el deber de pasividad regulado por la normativa española o un régimen equivalente, que conlleve la necesidad de obtener la autorización previa de la junta general antes de adoptar medidas que puedan impedir el éxito de una oferta sobre la sociedad oferente o sobre una entidad controlada por ella.

Aunque la delimitación de las sociedades ante las que cabe excluir el deber de pasividad es semejante a la prevista en relación con la exclusión de la neutralización de medidas defensivas previas, por lo que es igualmente de aplicación a este caso lo señalado anteriormente, hay que advertir que, a diferencia de lo establecido en el caso de la neutralización, en la que no se precisa la nacionalidad de la sociedad oferente, en el supuesto del deber de pasividad se exige que la sociedad oferente no tenga su domicilio social en España. Ello es debido a que, a diferencia de la neutralización, que es susceptible de adoptarse individualmente por cada sociedad cotizada con independencia de su nacionalidad, el deber de pasividad es exigible con carácter general a todas las sociedades cotizadas españolas por lo que sólo cabe excluir dicho deber cuando la sociedad oferente sea extranjera y, no previendo las normas aplicables de su país de origen el deber de pasividad con carácter general, tampoco se haya sometido voluntariamente la sociedad oferente al mismo mediante acuerdo adoptado por su junta general de accionistas. Así mismo, debe apuntarse que el precepto aclara la noción de control por referencia al artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores —más exigente normalmente que el concepto de control a efectos de opa (*vid.* 3.1 *supra*)—.

La decisión de liberar al consejo de administración de la sociedad del deber de pasividad debe adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad afectada con el quórum y mayorías reforzadas a que se refiere el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas, 18 meses antes, como máximo, de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública. A tal efecto, el consejo de administración de la sociedad deberá elaborar un informe justificando el acuerdo a adoptar e indicando el sentido del voto de cada uno de los administradores en la aprobación del informe. El informe se pondrá a disposición de los accionistas desde la convocatoria de la junta general.

12.1. ¿En qué condiciones puede el oferente modificar una oferta?

El oferente puede modificar libremente su oferta pública de adquisición una o más veces desde el momento de su formulación y hasta antes de los últimos cinco días naturales del plazo de aceptación, siempre que la modificación respete el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias.

Las modificaciones pueden ser tanto de índole objetiva como subjetiva, siempre que impliquen un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea por extender, en el caso de las ofertas voluntarias parciales, la oferta inicial a un número superior de valores, ya por elevar la contraprestación ofrecida o por eliminar o minorar las condiciones a las que, en su caso, estuviera sujeta la oferta. Cuando la mejora de la contraprestación se realice sustituyendo total o parcialmente el efectivo por acciones de la sociedad oferente, será necesario aportar a la CNMV una opinión de experto independiente que acredite que el valor de la nueva contraprestación propuesta es superior al de la inicialmente ofrecida.

Por otra parte, el Real Decreto regula una práctica, ya admitida bajo el régimen del Real Decreto 1197/1991, consistente en que el oferente se asocie o concierte con terceros con el fin de modificar su oferta (*vid.* 13.8 *infra*). En estos casos, el Real Decreto ha introducido la novedad de que el oferente y los terceros con los que se asocie o concierte deben asumir solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada.

En el caso de que existan otras ofertas sobre la sociedad afectada, la modificación de las características de la oferta queda sujeta a lo previsto en el régimen de ofertas competidoras (*vid.* 13.5 *infra*).

12.2. ¿Qué procedimiento se aplica a la modificación de la oferta?

El oferente debe, en primer lugar, adoptar los acuerdos sociales necesarios a fin de modificar su oferta. A continuación, deberá elaborar y someter a la aprobación de la CNMV un suplemento al folleto de la oferta, en el que deberá describir las modificaciones de las caracterís-

ticas de la oferta y, en su caso, de la identidad o composición accionarial del oferente, con referencia a cada uno de los apartados del folleto inicial afectados por la modificación y con el mismo nivel de detalle que el de los puntos modificados.

La CNMV deberá resolver en un plazo no superior a tres días hábiles desde la recepción de la solicitud de modificación de la oferta, durante el cual se suspende el cómputo del plazo de aceptación. Una vez aprobada por la CNMV, la modificación se publicará por el oferente el siguiente día hábil.

Por su parte, el consejo de administración de la sociedad afectada deberá emitir su informe sobre la oferta revisada dentro de los cinco días naturales siguientes a la fecha de publicación de la modificación.

La CNMV puede ampliar el plazo original de aceptación de la oferta si lo considera necesario para el mejor análisis de la modificación propuesta.

Salvo declaración expresa en contrario, se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta mejorada.

12.3. ¿Puede el oferente desistir de la oferta?

Aunque con carácter general las ofertas son irrevocables desde que son anunciadas públicamente (*vid.* 8.1 *supra*), el Real Decreto contempla determinados supuestos en los que el oferente puede desistir de la misma. Estos supuestos, como es lógico, varían en función de que la oferta sea voluntaria u obligatoria (*vid.* 1.5 *supra*), dado su distinto carácter, siendo más restrictivos en el caso de las ofertas obligatorias por la necesidad de brindar una mayor protección a los accionistas de la sociedad afectada.

En concreto, el oferente puede desistir de la oferta, ya tenga ésta carácter voluntario u obligatorio, en los siguientes casos:

- (a) Cuando la oferta esté sometida a la autorización de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia y antes del fin del plazo de aceptación la operación haya sido prohibida o autorizada con condiciones por dichas autoridades, o no haya recaído resolución de dichas autoridades sobre su autorización (*vid.* 6.3 *supra*).
- (b) Cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que la CNMV autorice el desistimiento.

El oferente autor de una oferta voluntaria puede desistir de ella cuando se autorice una oferta competidora. En contraste con esa facultad, si la oferta es obligatoria sólo podrá desistir el oferente cuando, tras la conclusión del proceso de ofertas competidoras, se mantenga una oferta competidora no sometida a condiciones que mejore los términos de la oferta obligatoria formulada.

Por último, en las ofertas voluntarias exclusivamente, el oferente puede desistir de la oferta cuando la junta general de accionistas —o el consejo de administración, si hubiera quedado dispensado del deber de pasividad— de la sociedad afectada apruebe alguna medida de defensa frente a la oferta formulada (*vid.* 11.1 *supra*) que, a juicio del oferente, le impida mantener su oferta, siempre que el propio oferente no haya intervenido, directa o indirectamente, a favor de la adopción de dicho acuerdo y que la CNMV le autorice a desistir.

El oferente deberá comunicar la decisión de desistir de la oferta, con indicación expresa y detallada de su motivo, de forma inmediata a la CNMV, que hará pública dicha decisión.

12.4. ¿En qué casos queda sin efecto la oferta?

Las ofertas voluntarias quedarán sin efecto cuando al final del plazo de aceptación no se hayan cumplido las condiciones a las que se hubieran sometido, salvo que el oferente renuncie a su cumplimiento (*vid. 6.2 supra*). La renuncia puede efectuarse hasta el día anterior a la finalización del plazo de aceptación, salvo por lo que se refiere a la condición consistente en la aceptación de la oferta por un número mínimo de valores, que podrá renunciarse cuando, una vez terminado el plazo de aceptación de la oferta, la CNMV comunique al oferente el número de acciones comprendidas en las aceptaciones recibidas.

13.1. ¿Qué condiciones o requisitos mínimos deben cumplir las ofertas competidoras?

Tanto la Directiva 2004/25/CE como la Ley 6/2007, que la incorpora a nuestro ordenamiento, se limitan a mencionar el concepto de oferta competidora, difiriendo su definición y regulación al reglamento de desarrollo de la Ley 6/2007 —i.e., el Real Decreto—.

Según el Real Decreto las ofertas competidoras son un tipo de ofertas públicas de adquisición que deben cumplir los requisitos y condiciones aplicables a cualquier opa, además de los específicos recogidos en el Capítulo IX del propio Real Decreto.

Una oferta pública de adquisición se define como “competidora” cuando afecta a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada ante la CNMV otra oferta pública cuyo plazo de aceptación no haya finalizado. El artículo 42 del RD concreta aún más estos dos requisitos básicos cuando especifica que la oferta competidora puede ser presentada en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación y, además, debe recaer sobre un número de valores no inferior al de la última oferta precedente —lo cual sólo es aplicable a las ofertas voluntarias parciales—. Nótese aquí la distinción entre “oferta inicial” —término utilizado para definir el plazo— y “última oferta precedente” —término de referencia para definir el número de valores que debe tener por objeto una oferta para definirse como competidora—. Por tanto, en caso de existir varias ofertas competidoras, la última presentada debe tener por objeto un número de valores no inferior al de la opa competidora que la precede, no al de la oferta inicialmente presentada.

Además de los dos requisitos antes mencionados, la opa competidora debe cumplir las siguientes condiciones:

- (a) Debe mejorar la última oferta precedente —de nuevo, referencia a la oferta inmediatamente anterior, no a la inicial—, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número mayor de valores.

- (b) Cuando la formulación de una oferta competidora sea obligatoria (*vid.* 1.5 *supra*), la oferta deberá cumplir, además, los requisitos establecidos en el Real Decreto para las opas obligatorias.

13.2. ¿Hasta cuándo puede presentarse una opa competidora?

La oferta competidora puede presentarse, en principio y como norma general, en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización del plazo de aceptación de ésta.

Lo determinante, pues, en cuanto a la fecha inicial del plazo para presentación de una opa competidora es que exista una opa previamente presentada —y no solamente anunciada— sobre los mismos valores, y ello aunque el segundo oferente lo desconozca en el momento de presentar la segunda opa —supuesto difícil de imaginar por otra parte, salvo la coincidencia cuasisimultánea de dos oferentes presentando sendas solicitudes de autorización a la CNMV—. En este caso, aun cuando la segunda opa se presente sin el carácter de competidora, el Real Decreto prevé que la CNMV informará al segundo oferente de la existencia de la primera opa y de que la segunda opa pasa a estar sometida al régimen aplicable a las competidoras, teniendo ello como primera consecuencia la suspensión de su tramitación hasta que se autorice, en su caso, la primera oferta.

Por lo que se refiere a la fecha final del plazo, el Real Decreto establece como tal el quinto día natural anterior a la finalización del plazo de aceptación de la oferta inicial. Se amplía así el plazo establecido por el derogado Real Decreto 1197/1991, que lo establecía en los 10 días naturales siguientes al del inicio del plazo de aceptación de la última oferta precedente, siempre que no hubieran transcurrido más de 30 días naturales del inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial. La nueva regulación busca, pues, facilitar la presentación de opas competidoras, lo cual como es lógico redundará en beneficio de los accionistas de la sociedad afectada.

¿Qué ocurrirá, sin embargo, en el caso de que se presente más de una oferta competidora?; ¿se extenderá el plazo hasta el quinto día natural anterior al plazo de aceptación de la última de las ofertas presentadas? La respuesta a esta cuestión se encuentra en el apartado 1 del artículo 44 del Real Decreto, que establece una consolidación de los plazos de aceptación de todas las ofertas presentadas en uno solo, previsiblemente el correspondiente a la última de las ofertas presentadas, y que será publicado por la CNMV a través de su página web. Por tanto, el término a tener en cuenta a estos efectos será el quinto día natural anterior a la finalización del nuevo plazo de aceptación de ofertas resultante de esta consolidación de plazos.

Por último, el Real Decreto establece una importante excepción a la fecha de cómputo final del plazo para presentación de ofertas competidoras, que se produce en el supuesto de opa obligatoria, cuando el hecho que determina la obligación de formular la opa, por ejemplo, la adquisición de un paquete de control por parte del segundo oferente, tiene lugar una vez transcurrido el plazo previsto para presentar opas competidoras. En este supuesto, el RD aclara que la CNMV ampliará los plazos previstos en el Capítulo IX para permitir que la opa obligatoria se rija, además, por lo previsto en dicho Capítulo para las ofertas competidoras.

13.3. ¿En qué plazo debe autorizarse o denegarse la oferta competidora?

Las ofertas competidoras se tramitan en orden de presentación, de forma que una opa competidora no se tramitará hasta que esté autorizada, en su caso, la oferta precedente. En

ausencia de un plazo específico en el Capítulo IX, el plazo para su tramitación será el previsto para la tramitación de las opas en general, es decir, 20 días hábiles a partir de la recepción de la solicitud de autorización (*vid.* 8.5 *supra*).

13.4. ¿Qué implicaciones tiene para el calendario de la opa la presentación de una oferta competidora?

La presentación de una oferta competidora tiene como principal efecto en el calendario la interrupción del plazo de aceptación no sólo de la oferta inicial, sino de todas las ofertas competidoras que se hubieran presentado con anterioridad. El Real Decreto pretende, con un criterio lógico, que tanto la oferta inicial como todas las ofertas competidoras presentadas con posterioridad se tramiten de forma conjunta, de forma que los accionistas puedan valorarlas todas ellas en su conjunto y de forma simultánea. Por ello, como indicamos en el apartado 13.2 anterior, los plazos de aceptación de todas las ofertas se consolidan en un único plazo, que vence el mismo día para todas ellas.

A diferencia de lo que ocurre con el plazo general de aceptación de las opas, que se determina por el oferente entre un mínimo de 15 días naturales y un máximo de 70, el plazo de aceptación de las ofertas competidoras viene fijado por el Real Decreto en 30 días naturales a partir del día siguiente al de la publicación del primer anuncio de la oferta ya autorizada. Teniendo esto en cuenta, y considerando igualmente la consolidación de plazos antes descrita, el plazo consolidado de aceptación de la oferta inicial y las posteriores competidoras vencerá el trigésimo día natural posterior al día siguiente al de publicación del primer anuncio de la última opa competidora presentada.

Este plazo de aceptación único puede ampliarse, además de en otros supuestos previstos en el artículo 23 del Real Decreto que resulten de aplicación, en el caso de mejoras a las ofertas autorizadas por la CNMV. En este caso, el plazo de aceptación se extenderá hasta los 15 días naturales siguientes a la publicación “*de los anuncios*” en los que el oferente difunda las nuevas condiciones de la oferta, debiendo interpretarse esta expresión, a nuestro juicio, como los 15 días naturales siguientes al primero de dichos anuncios.

A la luz de lo anterior, hay que apuntar que, al menos teóricamente, todo proceso de opas competidoras puede demorarse indefinidamente en la medida en que, dentro de los plazos señalados, se pueden sumar, sin límite, nuevos oferentes competidores.

13.5. ¿Qué efectos tiene la opa competidora respecto de las ofertas previas: renuncia y modificación?

Dos son los principales efectos que tiene la presentación de una oferta competidora sobre la oferta inicial y otras competidoras que se hayan podido presentar con anterioridad: la posibilidad de desistir y de modificar —*rectius*, mejorar— las ofertas previas.

En primer lugar, la autorización de una oferta competidora permite a los oferentes de las precedentes desistir de ellas, pero la norma establece una importante distinción en función de si las ofertas previas son voluntarias u obligatorias (*vid.* 1.5 *supra*). Tratándose de ofertas previas voluntarias, el oferente podrá desistir de ellas tan pronto como la CNMV autorice la oferta competidora posterior, mientras que si se trata de una oferta obligatoria, el desisti-

miento no cabe hasta el final del procedimiento aplicable a las ofertas competidoras y siempre que se mantenga una oferta competidora que no esté sujeta a condición y que mejore los términos de la oferta obligatoria previa.

En segundo lugar, la presentación de una oferta competidora permite a los oferentes anteriores modificar —mejorar— las condiciones de su oferta. El Real Decreto señala que la posibilidad de mejorar se produce “*una vez autorizadas las ofertas competidoras*” en lugar de referirse al momento en que hayan sido meramente anunciadas dichas ofertas.

El Real Decreto claramente fomenta la posibilidad de mejorar las ofertas ya autorizadas, buscando así maximizar el beneficio para los accionistas. Constituye ésta una de las más importantes novedades del Real Decreto respecto al régimen de opas competidoras establecido en el Real Decreto 1197/1991, ya que hasta ahora la única posibilidad de mejorar una oferta era a través del sistema de sobres cerrados. Así, por un lado, el nuevo régimen permite mejorar las condiciones de la oferta de forma continuada e ilimitada hasta el momento en que proceda el envío de los sobres cerrados y, por otro, se permite al oferente asociarse y concertarse con terceros con el fin de introducir mejoras en las condiciones de la oferta, siempre que se cumplan ciertos requisitos. En concreto, en caso de que para mejorar la oferta el oferente se asocie o concierte con terceros, aquél y éstos deben asumir solidamente responsabilidad sobre la oferta modificada.

La mejora de la oferta podrá lograrse bien elevando el precio o valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número mayor de valores, teniendo presente que, en el caso de que la mejora de la contraprestación suponga alteración de la naturaleza de la misma, será necesaria la opinión de un experto independiente que acredite la mejora.

13.6. ¿Puede un accionista que haya aceptado una oferta previa revocar su aceptación para acudir a la opa competidora?

No establece el Capítulo IX un régimen específico en cuanto a revocabilidad de las aceptaciones presentadas, por lo que habrá que estar al régimen general previsto en el artículo 34 del Real Decreto, el cual establece, en su apartado 3, que las declaraciones de aceptación podrán ser revocadas en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta (*vid. 9.2 supra*).

En materia de aceptaciones de opas, constituye una interesante novedad respecto al antiguo régimen la posibilidad introducida en el artículo 34.4 Real Decreto de formular declaraciones de aceptación múltiples cuando existan ofertas competidoras. En estos casos será necesario que se indique el orden de preferencia y que las declaraciones se hagan llegar a los distintos competidores (*vid. 9.1 supra*). Las declaraciones de aceptación múltiples serán especialmente útiles cuando haya varias ofertas voluntarias parciales en competencia, ya que evitarán al destinatario de la oferta la realización de complejos cálculos sobre el número de aceptaciones que tiene que presentar en cada oferta.

13.7. ¿Cómo finaliza el proceso de ofertas competidoras?; ¿tiene algún tipo de ventajas el primer oferente?

Al igual que ocurriría con el derogado Real Decreto 1197/1991 el proceso de opas competidoras finaliza mediante el envío a la CNMV, por parte de todos los oferentes que no hayan desistido previamente, de un sobre cerrado. En el sobre cerrado los oferentes habrán intro-

ducido bien su última mejora, bien su decisión de no presentar mejora sobre la oferta. Es importante señalar una vez más que el Real Decreto habla de la “última mejora”, es decir, que previamente al cierre del proceso —mediante la presentación del sobre cerrado— cada uno de los oferentes, tanto el inicial como los posteriores competidores, habrán podido presentar varias y sucesivas mejoras, debiendo eso sí introducir la última en el sobre.

El sobre debe presentarse ante la CNMV el quinto día hábil desde la terminación del plazo para la presentación de ofertas competidoras, alargándose así sustancialmente el plazo previsto en el Real Decreto 1197/1991, que establecía el envío de los sobres el quinto día hábil tras el inicio del plazo de aceptación de la última oferta competidora posible —o transcurrido el plazo para su presentación—. En relación con este plazo no puede dejar de apuntarse que, en materia de opas competidoras, algunos de los plazos previstos en el Real Decreto no están adecuadamente coordinados. Así, la aplicación literal del artículo 44.3 del Real Decreto determinaría que el sobre cerrado, en algunos casos, tuviese que presentarse tras la terminación del plazo de aceptación, ya que el plazo para presentar ofertas competidoras finaliza el quinto día natural anterior a la terminación del plazo de aceptación de la oferta inicial (art. 42.1 Real Decreto). No parece que esta sea la finalidad de la norma y habrá, por tanto, que esperar a la interpretación que la CNMV haga de los plazos previstos en esta materia.

El Real Decreto introduce alguna ventaja a favor del primer oferente, que tiene su justificación en que éste ha soportado unos costes de búsqueda y riesgos mayores que los restantes oferentes. En primer lugar, concluida la fase de sobres, el primer oferente podrá realizar una última mejora *a posteriori*, siempre y cuando la contraprestación por él ofrecida en su sobre cerrado no haya sido inferior en un 2 % a la contraprestación más alta ofrecida por los competidores en sobres. Cumplido este requisito previo, el oferente inicial podrá mejorar el precio de la mejor oferta realizada en sobres en, al menos, un 1 % o bien podrá extender la oferta inicial a un número de valores superior en, al menos, un 5 % respecto a la mejor de las ofertas competidoras presentadas en sobres.

En segundo lugar, el Real Decreto introduce como importante novedad la posibilidad de que la sociedad afectada pacte con el primer oferente *break-up fees* (*vid.* 2.2 *supra*).

13.8. ¿Puede sumarse otro oferente a una oferta previa ya autorizada?

El Real Decreto, en línea con lo dispuesto en el Real Decreto 1197/1991, prohíbe a las personas que actúen de forma concertada con el oferente, a las que pertenezcan a su mismo grupo o a las que actúen por cuenta del oferente, presentar una oferta competidora. Así mismo, el Real Decreto, consagrando una práctica anterior, permite, sujeto al cumplimiento de determinados requisitos y condiciones, la asociación o concierto entre un oferente y un tercero con el fin de mejorar una oferta ya presentada. En consecuencia, un tercero podrá sumarse como co-oferente a una oferta ya autorizada siempre que:

- (i) la asociación o concierto se haga con el fin de mejorar la oferta ya autorizada;
- (ii) ninguna de las entidades que participan en la oferta participe, directa ni indirectamente, en otra oferta sobre los mismos valores;
- (iii) el oferente y los terceros asociados o concertados con el oferente asuman solidariamente la responsabilidad derivada de la oferta y, por último;
- (iv) la identidad del grupo oferente, incluidos los terceros asociados o concertados, se refleje en un suplemento al folleto de la oferta.

14.1. ¿En qué consisten los derechos de compra y venta forzosa?

La nueva normativa que regula las ofertas públicas de adquisición —artículo 60. quáter de la Ley de Mercado de Valores modificada por la Ley 6/2007, y los artículos 47 y 48 del Real Decreto— otorga al oferente que, como consecuencia de una oferta pública de adquisición aceptada por el 90 % de sus destinatarios, haya alcanzado al menos el 90 % del capital con derecho de voto de la sociedad afectada, el derecho de exigir a los accionistas minoritarios y a los titulares del resto de valores que no aceptaron la oferta, que le vendan todas sus acciones y demás valores —venta forzosa—. En justa reciprocidad, en iguales condiciones los minoritarios ostentarán el derecho de forzar al oferente a comprarles sus valores —compra forzosa—.

Esta normativa, que constituye una de las principales novedades de la reforma del régimen de opas, en definitiva permite al oferente alcanzar el 100 % del capital social de la sociedad afectada, expulsando a los minoritarios de la sociedad (*squeeze-out*). Al mismo tiempo permite a los destinatarios de la oferta que inicialmente decidieron no aceptarla pero que constatan que el éxito de la oferta les ha dejado en una posición muy minoritaria, “salirse de la sociedad” en una segunda oportunidad posterior a la oferta pública inicial (*sell-out*).

Para el oferente este derecho de compra forzosa tendente a adquirir la totalidad de las acciones —y demás valores que den derecho a su adquisición— de la sociedad afectada, tiene una trascendencia innegable. La compra de las acciones de los minoritarios permitirá al oferente excluir a la sociedad afectada de negociación en bolsa sin tener que seguir el complejo procedimiento de las ofertas de exclusión (*vid. 7 supra*). La compraventa forzosa también facilita colocar la deuda de adquisición a nivel de la sociedad adquirida —*debt push down*— mediante una fusión simplificada o impropia, o la optimización de la distribución de reservas de la sociedad objetivo. El *squeeze-out* permite al oferente integrar plenamente la sociedad en su grupo y gestionarla en su exclusivo interés. Le permite decidir el reparto o retención de beneficios, la mejor política de endeudamiento o, incluso, la propia existencia de la sociedad o su desaparición por fusión o liquidación, sin atender a los intereses de eventuales minoritarios —sin perjuicio, obviamente, del estricto cumplimiento de la nor-

mativa de protección de acreedores y de los restantes *stakeholders*—. La reunificación de todas las acciones en una sola mano ahorra gastos de convocatoria de juntas generales de accionistas y relacionados con los derechos de información de los accionistas. Y, sobre todo, evita que el mayoritario quede expuesto al ejercicio abusivo por parte de ciertos minoritarios —los denominados *free-riders*— de sus derechos —de información, de impugnación de acuerdos sociales o de exigencia de responsabilidad de administradores— que no persigue el beneficio colectivo de los socios y, por ende de la sociedad, sino el interés particular del minoritario que pretende extraer el máximo rendimiento de su participación y conseguir un precio desorbitado por sus acciones.

El *sell-out*, por su parte, se configura como un justo contrapeso a las facultades conferidas a los accionistas mayoritarios mediante el derecho de *squeeze-out*. El derecho de compra forzosa anticipa el riesgo de abuso por el accionista mayoritario de la situación de control adquirida en la oferta pública, que le puede llevar a extraer beneficios privados de la sociedad en perjuicio de los minoritarios, o simplemente a modificar el perfil de riesgo de la sociedad endeudándola para hacer frente a la financiación de la adquisición. Riesgos ambos ante los que los minoritarios no pueden reaccionar, al menos eficientemente, cuando su participación en la sociedad se reduce por debajo de los umbrales que nuestra normativa exige para el ejercicio de muchos derechos de protección de minoritarios —como, a título de ejemplo, la exigencia de responsabilidad a los administradores—. El derecho se justifica, también, por la imposibilidad de los minoritarios de obtener una contraprestación adecuada por sus acciones en el mercado cuando este deviene ilíquido como resultado de la oferta pública. Pero, sobre todo, el *sell-out* se configura como una segunda oportunidad de venta de sus acciones que se otorga a los minoritarios que, de esta forma, quedan liberados de la presión de aceptar la oferta inicial.

14.2. ¿Quiénes son los destinatarios y beneficiarios de los derechos de compra y venta forzosa?

La Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto otorgan los derechos de compra y venta forzosos al oferente³ y a los titulares de los valores a los que se dirigió la oferta pública inicial. Estos titulares serán, en primer lugar, los accionistas que hayan decidido no aceptar la oferta pública y permanecer en la sociedad como minoritarios⁴. En segundo lugar, los titulares de obligaciones convertibles y canjeables y derechos de suscripción preferente, valores que debieron incluirse necesariamente en la oferta previa —art. 3 RD—. Por último, si la oferta

3 El titular o sujeto activo, y a la vez pasivo, del derecho es, pues, en primer lugar, la persona que formuló la oferta pública inicial. La Ley 6/2007 no prevé, y posiblemente prohíba, la cesión del derecho a terceros, por ejemplo a la sociedad dominante del vehículo oferente, o a la propia sociedad afectada —aunque en la práctica el oferente siempre podrá transmitir las acciones compradas a terceros o a la sociedad en autocartera—.

4 Especial mención merecen las acciones sin voto y las acciones en autocartera. El artículo 3 del Real Decreto sólo exige que la oferta pública se dirija a las acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan el derecho de voto; en consecuencia, la compraventa forzosa sólo afectará a las acciones sin voto que hubiesen recuperado este derecho —salvo, obviamente, que el oferente hubiese decidido extender su oferta al resto de acciones sin voto—. Por el contrario, el Real Decreto no incluye regulación alguna respecto de las acciones en autocartera que, a nuestro entender, podrán ser objeto de compraventa forzosa si lo fueron de la oferta previa.

inicial se dirigió, igualmente, a los titulares de warrants o de otros valores o instrumentos que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, emitidos o por emitir, estos titulares serán también sujetos activos y pasivos de los derechos de compraventa forzosos⁵.

14.3. ¿Qué requisitos se exigen para que surjan los derechos de compra y venta forzosas?

El derecho de compraventa forzosa se condiciona —tanto para el oferente como para los titulares de valores— al cumplimiento de tres requisitos. En primer lugar, el oferente tiene que haber formulado una oferta pública —obligatoria o voluntaria— por el 100 % del capital de la sociedad afectada. El derecho de compra y venta forzosas no nace, por tanto, en caso de ofertas públicas (voluntarias) parciales.

En segundo lugar, a resultas de la oferta pública el oferente tiene que poseer valores que representen, al menos, el 90 % del capital social con derecho de voto —requisito de titularidad—. Para determinar este porcentaje habrán de sumarse tanto las acciones —únicos valores que, al menos en sentido estricto, “representan el capital social”— que ya poseyese antes de formular la oferta pública, incluyendo aquellas cuya adquisición haya determinado la obligación de formular la oferta, como las acciones adquiridas en o durante la propia oferta pública. Además, a pesar de que la normativa no lo contemple, a nuestro entender también deberían poder computarse, a estos efectos, los valores poseídos por las restantes personas cuya participación se suma a la del oferente a los efectos de determinar su obligación de formular la oferta: las acciones propiedad de sociedades del grupo del oferente y, con mayores dudas, aquellas propiedad de miembros de sus órganos de administración, y las poseídas por personas interpuestas o que actúan por cuenta o de forma concertada con el oferente (art. 5 RD). La referencia al capital con derecho de voto implica que, a los efectos del cálculo del porcentaje, se deban restar o descontar las acciones sin voto y las acciones en autocartera —cuyos derechos de voto estarán en suspenso—. Finalmente, el término “posesión” utilizado por la LMV permite incluir en el computo no sólo acciones propiedad del oferente, sino también las acciones que haya recibido en usufructo, prenda o de otra forma cedidas al oferente siempre que a éste le corresponda el ejercicio de los derechos de voto.

En tercer lugar, la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto exigen que “... la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 % de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.” El *squeeze-out* —al igual que el *sell-out*— se condiciona, por tanto, no sólo a que el oferente sea ampliamente mayoritario y los minoritarios carezcan de peso real en la sociedad, sino también al éxito de la oferta previa, medido por el porcentaje de aceptaciones. El legislador ha elegido, por tanto, la alternativa más restrictiva o conservadora de las que le ofrecía la Directiva 2004/25/CE⁶, estableciendo el requisito de

5 Al igual que en el caso de las ofertas públicas de exclusión (artículo 10.2 del Real Decreto), la norma reglamentaria resulta restrictiva en esta materia: si el oferente decidió no incluir los warrants u otros valores distintos de las acciones, obligaciones convertibles y los derechos de suscripción en su oferta, sus titulares no podrán ejercitar el derecho de *sell-out* y se convertirán en prisioneros de unos valores que sólo permitirán adquirir una participación muy minoritaria en una sociedad normalmente excluida de negociación en bolsa.

6 El artículo 15.2 de la Directiva 2004/25/CE permitía, en efecto, establecer un único umbral de posesión, del 90 % o incrementado hasta el 95 %, sin atender al mayor o menor porcentaje de aceptación de la oferta previa.

aceptaciones como una segunda protección de los minoritarios tendente a medir la bondad o atractivo de la oferta previa. Opción que bien puede acabar perjudicando a los minoritarios a los que pretendía proteger, convirtiéndolos en prisioneros de una participación muy minoritaria —muy inferior al 10 %— y sin poder ejercitar el *sell-out* por no haber alcanzado la oferta el porcentaje de aceptaciones requerido. Este tercer requisito, vinculado al umbral de aceptaciones, desincentiva la previa toma de control de la sociedad o, más en general, la compra de acciones antes de la oferta pública y, por ende, penaliza a las ofertas obligatorias (*vid.* 1.5 *supra*). Basta un ejemplo para entenderlo: el oferente que adquiera el 60 % del capital de la sociedad afectada antes de formular su oferta tendrá que conseguir que ésta sea aceptada por el 90 % del 40 % restante del capital al que se dirige la oferta para poder ejercitar el *squeeze-out*; por lo que, en última instancia, tendrá que llegar a poseer el 96 % de los derechos de voto de la sociedad afectada ($60 \% + (90 \% \times 40 \%) = 96 \%$). Mientras que, de no comprar acciones de la sociedad afectada antes de formular su oferta, el mismo oferente podrá forzar a los minoritarios a venderle sus acciones con sólo poseer el 90 % del capital con derecho de voto. En definitiva, cuantas más acciones adquiera el oferente antes de su oferta más eleva el porcentaje para el *squeeze-out*, haciéndolo converger hacia el 100 % de los derechos de voto —así, el umbral se sitúa en el 91 % en caso de adquisición previa de un 10 % del capital, pero se eleva hasta el 99 % en caso de adquisición inicial de un 90 %—⁷.

14.4. ¿Puede el oferente condicionar su oferta a alcanzar un porcentaje que le permita ejercitar su derecho a la compraventa forzosa?

Las ofertas públicas de adquisición obligatorias (*vid.* 1.5 *supra*), exigidas por la previa toma de control de la sociedad afectada, no pueden someterse a condición alguna (*vid.* 6.1 *supra*). El oferente que haya previamente adquirido el control de la sociedad afectada no podrá, por tanto, condicionar la posterior oferta a su aceptación por un número de valores que le permita adquirir el porcentaje de los derechos de voto de la sociedad afectada que haga nacer el derecho de compraventa forzosa —al igual que no podrá condicionar su oferta a alcanzar el 75 % del capital necesario para integrar a la sociedad afectada en su grupo consolidado a efectos fiscales—.

7 Esta consecuencia debe tenerse muy en cuenta a la hora de diseñar la oferta pública y las compras previas. En efecto puede interesar al oferente —p. ej., un fondo de capital riesgo— no adquirir acciones, o adquirir un porcentaje menor del capital de la sociedad afectada antes de formular su oferta para, con ello, reducir el umbral necesario para ejercitar el derecho de compra forzosa. La duda que plantea esta estrategia es su efecto respecto de posibles ofertas competidoras: en teoría, el riesgo de ofertas competidoras se podrá excluir también sin tomar previamente el control de la sociedad, mediante los llamados “irrevocables”, contratos en los que los accionistas de referencia de la sociedad cotizada se obligan a aceptar la oferta que se compromete a formular el inversor por un determinado precio (*vid.* 2.3 *supra*). En efecto, si los accionistas de referencia están dispuestos a vender su participación en la sociedad al oferente antes de la oferta, también deberían aceptar comprometerse irrevocablemente a aceptar la oferta incluso si posteriormente se formula una oferta competidora por un precio superior. Ahora bien, la práctica demostrará si, por factores psicológicos, los “irrevocables” en efecto serán tan disuasorios de las ofertas competidoras como la previa toma de control de la sociedad y si, en la alternativa de no vender sus acciones antes de la opa, los accionistas de referencia no se reservarán el derecho —en su caso con alguna matización— de vender sus acciones al mejor postor, quedando liberados de su compromiso si se presenta otra oferta a mejor precio.

Por el contrario, las ofertas públicas voluntarias (*vid.* 1.5 *supra*), que se formulen antes de alcanzar el control de la sociedad afectada, sí pueden someterse a las condiciones previstas en el artículo 13 del Real Decreto y, entre ellas, a la “*aceptación de la oferta por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada...*” (*vid.* 6.1 *supra*). Quien formule una oferta antes de la toma de control podrá, por tanto, condicionarla a alcanzar el 90 % de los derechos de voto o a aquel porcentaje superior que le permita ejercitar su derecho de compraventa forzosa. El Real Decreto favorece, por tanto, a los oferentes que formulen su oferta sin haber adquirido previamente un porcentaje igual o superior al 30 % de la sociedad afectada —o un porcentaje inferior que le haya permitido designar a la mitad de los administradores de la sociedad afectada—.

14.5. ¿Qué contraprestación se debe satisfacer en las compraventas forzosas?

Las compraventas forzosas se deberán realizar por un precio equitativo, entendiéndose por tal el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública previa. El Real Decreto, con buen criterio, considera que si la oferta pública inicial ha sido aceptada por el 90 % de sus destinatarios, esta masiva aceptación avala la contraprestación ofrecida. Se evita así la tentación de introducir protecciones adicionales o de exigir un informe de experto o la intervención o autorización de la CNMV a la hora de fijar el precio de las compraventas forzosas, distanciándose con ello del régimen impuesto, por ejemplo, en materia de ofertas públicas de exclusión (*vid.* 7.2 *supra*). Se evita, también, que los minoritarios especulen con el mayor precio que podrán recibir en el *squeeze-out* o *sell-out* lo que, en sí mismo, retraería las aceptaciones de la oferta inicial hasta el punto de hacerlas fracasar o de imposibilitar la propia compraventa forzosa.

Esta regla también se aplica en caso de ofertas públicas previas de canje: en este caso, la compraventa se convertirá en una permuta o canje forzosos y el oferente cumplirá con entregar los valores que ya constituyeron la contraprestación de la oferta pública previa.

14.6. ¿Cuándo deben ejercitarse los derechos de compra y venta forzosas y qué procedimiento ha de seguirse para su ejecución?

El derecho de compraventa forzosa puede ejercitarse, tanto por el oferente como por los minoritarios, dentro de los tres meses siguientes a la fecha de finalización del plazo de aceptación de la oferta pública previa.

Los minoritarios podrán ejercitar su derecho individualmente, en cualquier momento dentro del referido plazo de tres meses. También podrán elegir, individualmente, la contraprestación que desean recibir, cuando el mayoritario ofrece una alternativa —entendiéndose que, a falta de elección, optan por la contraprestación en dinero—.

El oferente, por su parte, deberá comunicar su decisión de ejercitar el derecho, de una sola vez respecto de todos los minoritarios, tan pronto como la adopte pero, en todo caso, dentro del reiterado plazo de tres meses. Su decisión será irrevocable —no así, al parecer, la de los minoritarios—. La única trascendencia en cuanto a quién ejerce el derecho —el oferente o los minoritarios— se refiere a las fechas de liquidación y a los gastos de la operación (*vid.* 14.7 *infra*).

Por lo demás, la regulación del procedimiento de las compraventas forzosas resulta escueta y se deduce de la propia literalidad del artículo 48 del Real Decreto. De esta parquedad normativa surgen algunas dudas. En primer lugar, el Real Decreto impone al oferente la obligación de anticipar su intención o no de exigir la venta forzosa en el folleto explicativo de la oferta pública inicial (art. 48.2 RD). No resulta, sin embargo, claro cuales sean las consecuencias de un eventual cambio de opinión del oferente en este aspecto —si decide ejercitar su derecho de compraventa forzosa aún sin haberlo anunciado en el folleto inicial o, por el contrario, finalmente decide no ejercitar el derecho en contra de lo anunciado en el folleto—. Similares dudas plantea el eventual incumplimiento por el oferente de la obligación de comunicar a la CNMV, dentro de los tres días hábiles siguientes a la publicación del resultado de la oferta, si se dan las condiciones para el ejercicio de los derechos de compraventa forzosa (art. 48.3 RD). Esta comunicación tiene evidente sentido para facilitar el ejercicio de los derechos de compraventa forzosa por parte de los minoritarios pero, a nuestro entender, su omisión no debe determinar la imposibilidad de ejercicio del derecho por parte del oferente —sino, en su caso, la exigencia de responsabilidades por parte de la CNMV—.

14.7. ¿Cómo y cuándo se liquidan las compraventas forzosas y a quién corresponde soportar sus gastos?

En caso de ejercicio del derecho por el oferente, las compraventas forzosas se ejecutarán, simultáneamente respecto de todos los minoritarios, en aquella fecha que elija el oferente, entre los 15 y 20 días hábiles siguientes a su comunicación a la CNMV, liquidándose en igual plazo que el establecido en el folleto explicativo de la oferta contado a partir de la fecha de la operación.

Por el contrario, si el derecho es ejercitado por los minoritarios —incluso con posterioridad al ejercicio del derecho de venta forzosa por el oferente—, las compraventas se ejecutarán conforme se vayan recibiendo las comunicaciones de los minoritarios y se liquidarán en iguales plazos que los fijados en el folleto, contados a partir de la recepción de cada solicitud.

Para garantizar la liquidación de las compraventas forzosas el oferente que opte por ejercitar su derecho deberá acreditar ante la CNMV la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de sus obligaciones de pago —garantías que obviamente no se exigen cuando son los minoritarios los que ejercitan el derecho de compraventa forzosa—.

Quién ejerce el derecho de compraventa forzosa también tiene trascendencia en materia de gastos: en caso de venta forzosa —solicitada por el oferente— todos los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán por cuenta del oferente; mientras que en caso de las compras forzosas —solicitadas por los minoritarios—, los gastos serán soportados por los propios minoritarios vendedores.

14.8. ¿Cuál es la relación entre los derechos de compra y venta forzosas y las ofertas de exclusión?

Las compraventas forzosas que lleven al oferente a adquirir el 100 % de los derechos de voto de la sociedad afectada determinan la exclusión de ésta de negociación en bolsa —salvo que el oferente se hubiese visto forzado a comprar como consecuencia del ejercicio del *sell-out* por parte de los minoritarios, y la CNMV le conceda un plazo para reestablecer la difusión

y liquidez del valor—. Estas compraventas constituyen, por tanto, un procedimiento de exclusión de negociación de la sociedad afectada claramente más ventajoso que el previsto en el artículo 34.2 de la LMV y su desarrollo reglamentario, en la medida en que evitan al oferente formular una nueva oferta pública a un precio intervenido por la CNMV, o seguir el procedimiento alternativo previsto en el artículo 10 del Real Decreto. El oferente se ahorra, con ello, la aprobación de la oferta de exclusión por la junta general de accionistas de la sociedad afectada, la elaboración de un informe de valoración —atendiendo a los valores que establece el Real Decreto—, la preparación y aprobación de un nuevo folleto y, en general, las complejidades del procedimiento previsto en el referido artículo 10 (*vid. 7 supra*).

PARTE SEGUNDA

APÉNDICE DOCUMENTAL

1. CALENDARIO ABREVIADO DE OPA VOLUNTARIA EN EFECTIVO SIN CONSIDERAR OPAS COMPETIDORAS¹

DÍA	ACCIÓN / CIRCUNSTANCIA	RESPONSABLE
D-1 mes	Anuncio de la decisión de formular la oferta ²	Oferente
D	Presentación de la oferta ³ ► Presentación de la solicitud de autorización. Se adjunta documentación acreditativa de los acuerdos sociales del oferente y folleto, entre otros ⁴	Oferente
D+7	Admisión a trámite de la solicitud de autorización de la oferta ► CNMV dispone de 7 días para la admisión a trámite ⁵	CNMV
D+20	Autorización de la oferta ► CNMV dispone de 20 días desde la presentación de la solicitud de autorización para autorizar la oferta ⁶	CNMV
D+21	Difusión pública y general de la oferta - Publicación del 1 ^{er} anuncio ► El oferente dispone de 5 días para publicar los anuncios correspondientes en los Boletines de Cotización y en un periódico de difusión nacional	Oferente
D+22	Inicio del plazo de aceptación ► El plazo de aceptación de la oferta puede ser entre 15 y 70 días naturales , según se establezca en el folleto ⁷	N.A.
D+32	Publicación del informe de los administradores de la sociedad afectada ► Disponen de 10 días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación	Consejo de administración de la sociedad afectada

1 **Calendario a efectos meramente orientativos.** Salvo indicación en contrario, se entenderá que los días son **días hábiles**.

2 El anuncio de la oferta debe tener lugar tan pronto como se tome la decisión de formular la opa.

3 La oferta debe presentarse dentro del **mes** siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta. No obstante, lo más previsible es que en la práctica, con carácter general, el anuncio de una oferta voluntaria y su presentación tengan lugar el mismo día o en días muy próximos y que, por tanto, el plazo de un mes entre ambos eventos se acorte significativamente o se elimine por completo.

4 Se asume que el oferente presenta junto con la solicitud de autorización toda la documentación complementaria.

5 El plazo se computa desde que se presenten todos los documentos que deben acompañarse a la solicitud de autorización de la opa —entre otros, la garantía de la contraprestación ofrecida—.

6 En caso de que la CNMV requiera información o documentación adicional, el plazo de 20 días se computará desde la fecha en que se registre o aporte la documentación e información adicional.

7 El plazo de aceptación comienza a computarse desde el día hábil bursátil siguiente al de la fecha de publicación del primero de los anuncios de la oferta.

DÍA	ACCIÓN / CIRCUNSTANCIA	RESPONSABLE
5 días naturales antes del fin del plazo de aceptación	Finaliza el plazo de presentación de ofertas competidoras ⁸	N.A.
D+36/91 ⁹	Finaliza el plazo de aceptación de la oferta	N.A.
D+41/96	Comunicación a la CNMV del número de aceptaciones ► Las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores o la entidad agente disponen de 5 días para comunicar a la CNMV el número de aceptaciones	Sociedades Rectoras / entidad agente
D+43/98	Comunicación del resultado de la oferta ► CNMV dispone de 2 días para comunicar el resultado de la oferta a las Sociedades Rectoras y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, al oferente y a la sociedad afectada	CNMV
D+44/99	Publicación del resultado de la oferta en los Boletines de Cotización correspondientes a la sesión bursátil previa	Sociedades Rectoras
D+46/101	Liquidación de la oferta	Iberclear

8 Las ofertas competidoras pueden presentarse en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el **quinto día natural anterior** a la finalización de su plazo de aceptación.

9 A los efectos del presente calendario se han considerado plazos de aceptación de **15 y 70 días naturales**, respectivamente.

2. CALENDARIO ABREVIADO DE OPA VOLUNTARIA EN EFECTIVO CONSIDERANDO OPAS COMPETIDORAS¹

DÍA	ACCIÓN / CIRCUNSTANCIA	RESPONSABLE
D-1 mes	Anuncio de la decisión de formular la oferta inicial ²	1 ^{er} Oferente
D	Presentación de la oferta inicial ³ ► Presentación de la solicitud de autorización. Se adjunta documentación acreditativa de los acuerdos sociales del 1 ^{er} oferente y folleto, entre otros ⁴	1 ^{er} Oferente
D+7	Admisión a trámite de la solicitud de autorización de la oferta inicial ► CNMV dispone de 7 días para la admisión a trámite ⁵	CNMV
D+20	Autorización de la oferta inicial ► CNMV dispone de 20 días par autorizar la oferta inicial ⁶	CNMV
D+21	Difusión pública y general de la oferta inicial - Publicación del 1 ^{er} anuncio ► El 1 ^{er} oferente dispone de 5 días para publicar los anuncios correspondientes en los Boletines de Cotización y en un periódico de difusión nacional	1 ^{er} Oferente
D+22	Inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial ► El plazo de aceptación de la oferta inicial puede ser entre 15 y 70 días naturales , según se establezca en el folleto ⁷	N.A.
D+32	Publicación del informe de los administradores de la sociedad afectada sobre la oferta inicial ► Disponen de 10 días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial	Consejo de administración de la sociedad afectada

1 **Calendario a efectos meramente orientativos.** Salvo disposición en contrario, se entenderá que los días son **días hábiles**.

2 El anuncio de la oferta debe tener lugar tan pronto como se tome la decisión de formular la opa.

3 La oferta debe presentarse dentro del **mes** siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta. No obstante, lo más previsible es que en la práctica, con carácter general, el anuncio de una oferta voluntaria y su presentación tengan lugar el mismo día o en días muy próximos y que, por tanto, el plazo de un mes entre ambos eventos se acorte significativamente o se elimine por completo.

4 Se asume que el oferente presenta junto con la solicitud de autorización toda la documentación complementaria.

5 El plazo se computa desde que se presenten todos los documentos que deben acompañarse a la solicitud de autorización de la opa —entre otros, la garantía de la contraprestación ofrecida—.

6 En caso de que la CNMV requiera información o documentación adicional, el plazo de 20 días se computará desde la fecha en que se registre o aporte la documentación e información adicional.

7 El plazo de aceptación comienza a computarse desde el día hábil bursátil siguiente al de la fecha de publicación del primero de los anuncios de la oferta.

DÍA	ACCIÓN / CIRCUNSTANCIA	RESPONSABLE
D+46 ⁸	Presentación de oferta competidora ▶ Las ofertas competidoras pueden presentarse en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación ▶ La presentación de la oferta competidora interrumpe el cómputo del plazo de aceptación de la oferta inicial	2º Oferente
[D+51]	Fecha de finalización del plazo de aceptación previsto en el folleto para la oferta inicial	N.A.
D+53	Admisión a trámite de la solicitud de autorización de la oferta competidora ▶ CNMV dispone de 7 días para la admisión a trámite⁹	CNMV
D+66	Autorización de la oferta competidora ▶ CNMV dispone de 20 días para autorizar la oferta competidora¹⁰	CNMV
D+67	Difusión pública y general de la oferta competidora - Publicación del 1º anuncio ▶ El 2º oferente dispone de 5 días para publicar los anuncios correspondientes en los Boletines de Cotización y en un periódico de difusión nacional	2º Oferente
D+68	Inicio del plazo de aceptación de la oferta competidora ▶ El plazo de aceptación de la oferta competidora es de 30 días naturales¹¹ ▶ El plazo de aceptación de la oferta inicial se modificará automáticamente para que ambas ofertas finalicen el mismo día¹² (en nuestro ejemplo D+97)	N.A.
D+78	Publicación del informe de los administradores de la sociedad afectada sobre la oferta competidora ¹³	Consejo de administración de la sociedad afectada

8 Asume un plazo de aceptación de la oferta inicial de 30 días naturales. En el ejemplo, la oferta competidora se presenta el último día del plazo para hacerlo.

9 El plazo se computa desde que se presenten todos los documentos que deben acompañarse a la solicitud de autorización de la opa competidora —entre otros, la garantía de la contraprestación ofrecida—.

10 En caso de que la CNMV requiera información o documentación adicional, el plazo de 20 días se computará desde la fecha en que se registre o aporte la documentación e información adicional.

11 El plazo de aceptación comienza a computarse a partir del día siguiente al de publicación del primero de los anuncios de la oferta competidora.

12 El nuevo plazo de aceptación, único para todas las ofertas, será publicado por la CNMV en su página web.

13 El Real Decreto no especifica si este informe debe publicarse (i) en el plazo general de los 10 días naturales siguientes a la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta competidora —opción aquí seguida— o (ii) en el plazo de 5 días naturales siguientes a la fecha de publicación de la autorización de la oferta competidora, como sucedería si se aplicase el régimen previsto para las modificaciones de este tipo de ofertas de acuerdo con lo establecido en el art.45.8 del Real Decreto.

DÍA	ACCIÓN / CIRCUNSTANCIA	RESPONSABLE
D+92	Finaliza el plazo de presentación de nuevas ofertas competidoras ¹⁴	N.A.
D+96	Finaliza el plazo para que el oferente inicial desista de su oferta ► El oferente inicial podrá desistir de su oferta desde la autorización de la oferta competidora y antes de la fecha de presentación de los sobres cerrados	1 ^{er} Oferente
D+97	• Finaliza el plazo de aceptación de la oferta inicial (previamente extendido) y de la oferta competidora • Presentación de los sobres cerrados con la última mejora¹⁵ ► Los sobres cerrados deben presentarse el quinto día hábil desde la terminación del plazo para la presentación de ofertas competidoras¹⁶	Oferentes
D+98	Apertura de sobres y difusión al mercado ¹⁷	CNMV
D+100	Acreditación, en su caso, de constitución de garantías complementarias en relación con las mejoras incluidas en los sobres cerrados	Oferentes
D+101	Autorización de las nuevas condiciones incluidas en los sobres cerrados ► Si ambos oferentes introducen modificaciones, la autorización de la CNMV debe producirse para ambas ofertas en la misma fecha	CNMV
D+102	Difusión pública y general de las nuevas condiciones incluidas en los sobres cerrados - publicación de anuncios ¹⁸ ► El plazo de aceptación de las ofertas se extiende hasta los 15 días naturales siguientes a la publicación de los anuncios	Oferentes

14 Las nuevas ofertas competidoras pueden presentarse en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el **quinto día natural anterior** a la finalización de su plazo de aceptación. Ha de tenerse en consideración que, en el supuesto de que se presentase una nueva oferta competidora, los plazos volverían a prorrogarse, y así sucesivamente.

15 Desde la autorización de la oferta competidora y hasta la fecha de presentación de los sobres, cualquiera de los oferentes podrá, a su vez, mejorar las condiciones de su oferta, en cuyo caso se alargará el plazo de aceptación.

16 Debido a que el Real Decreto utiliza días naturales para el cálculo del último día del plazo de presentación de ofertas competidoras y días hábiles para el cálculo de la fecha de presentación de los sobres cerrados y a que la segunda se calcula en función del primero, será habitual que, conforme a la aplicación literal de la norma, la fecha de presentación de los sobres sea en un día posterior a la finalización del plazo de aceptación de las ofertas. En el presente calendario hemos asumido que éste no es el caso, ya que esto parece ser lo más acorde con el espíritu de la norma y con la mecánica del sistema de ofertas competidoras. Y, por tanto, hemos previsto que el día de presentación de los sobres cerrados coincida con el último día del plazo de aceptación.

17 La apertura de los sobres cerrados tendrá lugar el mismo día de su presentación o en el siguiente día hábil bursátil.

18 La difusión se realizará mediante la publicación de los anuncios correspondientes en los Boletines de Cotización y en un periódico de difusión nacional. Si ambos oferentes introducen modificaciones, la difusión de las nuevas condiciones debe producirse para ambas ofertas en la misma fecha. El plazo en que proceda la difusión de las nuevas condiciones lo ha de fijar en cada caso la CNMV.

DÍA	ACCIÓN / CIRCUNSTANCIA	RESPONSABLE
D+103	Comienza la extensión de 15 días naturales del plazo de aceptación de las ofertas	N.A.
D+107	Publicación del informe de los administradores de la sociedad afectada sobre las nuevas condiciones ► Disponen de 5 días naturales contados a partir de la fecha en que se publique la modificación	Consejo de administración de la sociedad afectada
D+117	Finaliza la extensión en 15 días naturales del plazo de aceptación de las ofertas	N.A.
D+122	Comunicación a la CNMV del número de aceptaciones ► Las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores o las entidades agentes disponen de 5 días para comunicar a la CNMV el número de aceptaciones	Sociedades Rectoras/ entidades agentes
D+124	Comunicación del resultado de las ofertas ► CNMV dispone de 2 días para comunicar el resultado de las ofertas a las Sociedades Rectoras y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, a los oferentes y a la sociedad afectada	CNMV
D+125	Publicación del resultado de las ofertas en los Boletines de Cotización correspondientes a la sesión bursátil previa	Sociedades Rectoras
D+127	Liquidación de las ofertas	Iberclear

3. DISPOSICIONES RELATIVAS A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES INCLUIDAS EN LA LEY 6/2007, DE 12 DE ABRIL, DE REFORMA DE LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES, PARA LA MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DE LA TRANSPARENCIA DE LOS EMISORES

[...]

Artículo 1.

Se da nueva redacción al artículo 34, de la Ley del Mercado de Valores, con el siguiente tenor literal:

«Artículo 34. Exclusión de negociación.

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá excluir de la negociación a aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan, y a aquellos otros cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le incumban, en especial en materia de remisión y publicación de información. Dicha exclusión se acordará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por propia iniciativa o a propuesta de los organismos rectores de los correspondientes mercados secundarios oficiales. Sin perjuicio de las medidas cautelares que puedan adoptarse, tales acuerdos se tomarán siempre previa audiencia de la sociedad emisora.

2. Cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados oficiales españoles, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión.

Se asimilarán a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada.

Reglamentariamente se establecerán las condiciones para la fijación del precio y demás requisitos de las ofertas públicas previstas en este artículo.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá dispensar de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en aquellos supuestos en los que me-

diante otro procedimiento equivalente se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión, así como a todas las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción.

3. En caso de oferta previa a la exclusión de negociación, el límite de adquisición de acciones propias establecido en el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para las acciones cotizadas en un mercado secundario oficial será el 10 por ciento del capital social. Si como consecuencia de la realización de la oferta, las acciones propias superasen este límite, deberán ser amortizadas o enajenadas en el plazo de un año.

4. El acuerdo de exclusión y los relativos a la oferta y al precio ofrecido deberán ser aprobados por la Junta General de Accionistas.

5. Al tiempo de la convocatoria de los órganos sociales que deban aprobar la oferta, se pondrá a disposición de los titulares de los valores afectados un informe de los administradores en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido.»

[...]

Artículo 8.

Se da nueva redacción al Capítulo V del Título IV de la Ley del Mercado de Valores, con el siguiente tenor literal:

«CAPÍTULO V

DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

Artículo 60. *Oferta pública de adquisición obligatoria.*

1. Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:

a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad;

b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o

c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.

Las obligaciones a que se refiere este Capítulo se entenderán referidas a aquellas sociedades cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España.

Las obligaciones a que se refiere este Capítulo se aplicarán también, en los términos que reglamentariamente se establezcan, a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social, en los siguientes casos:

a) Cuando los valores de la sociedad sólo estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español.

b) Cuando la primera admisión a negociación de los valores en un mercado regulado lo haya sido en un mercado secundario oficial español.

c) Cuando los valores de la sociedad sean admitidos a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español, y la sociedad así lo decida mediante notificación a dichos mercados y a sus autoridades competentes el primer día de la negociación de los valores.

d) Cuando el 20 de mayo de 2006 los valores de la sociedad ya estuvieran admitidos a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español y la Comisión Nacional del Mercado de Valores así lo hubiera acordado con las autoridades competentes de los demás mercados en los que se hubieran admitido a negociación o, a falta de acuerdo, así lo hubiera decidido la sociedad.

Asimismo, les será de aplicación lo dispuesto en el presente Capítulo, en los términos que se determinen reglamentariamente, a las sociedades que tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español.

Se entenderá que el precio es equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un período de tiempo anterior a la oferta determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá modificar el precio así calculado en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente. Entre las mencionadas circunstancias se podrán incluir, entre otras, las siguientes: que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y el vendedor; que los precios de mercado de los valores en cuestión hayan sido manipulados; que los precios de mercado, en general, o determinados precios, en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales; que se pretenda favorecer el saneamiento de la sociedad. Entre los referidos criterios podrán incluirse, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado periodo; el valor liquidativo de la sociedad u otros criterios de valoración objetivos generalmente utilizados.

En el supuesto de modificación del precio a que se refiere el párrafo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto del equitativo. Dicha decisión deberá ser motivada.

2. A los efectos del presente Capítulo, se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento; o bien, cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente, en los términos que establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular la oferta pú-

blica de adquisición establecida en este artículo, cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

3. Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, sin perjuicio de las sanciones previstas en el Título VIII de esta Ley. Esta prohibición será también aplicable a los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y a aquellos que correspondan a quienes actúen concertadamente con él.

A los efectos de este apartado se entenderá que incumple la obligación de formular una oferta pública de adquisición quien no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales.

Serán nulos los acuerdos adoptados por los órganos de una sociedad cuando para la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos con arreglo a lo dispuesto en el presente apartado.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento del acuerdo, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá impugnar los acuerdos del Consejo de Administración de la sociedad cotizada, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento de los mismos.

4. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores a emitir por la sociedad obligada a formular la oferta se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 158 del Real Decreto Legislativo 1564/ 1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles.

5. Reglamentariamente se establecerán:

a) Los valores a los que habrá de dirigirse la oferta;

b) Las reglas y plazos para el cómputo del porcentaje de votos que brinda el control de una sociedad, tomando en consideración las participaciones directas e indirectas, así como los convenios, acuerdos o situaciones de control conjunto;

c) La persona que estará obligada a presentar la oferta pública de adquisición en los supuestos de pactos parasociales y situaciones de control sobrevenido en los que exista obligación de presentarla;

d) Los términos en que la oferta será irrevocable o en que podrá someterse a condición o ser modificada;

e) Las garantías exigibles según que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente;

-
- f) La modalidad de control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en general, el procedimiento de las ofertas públicas de adquisición;
 - g) El régimen de las posibles ofertas competidoras;
 - h) Las reglas de prorrateo;
 - i) Las operaciones exceptuadas de este régimen;
 - j) El precio equitativo, las formas de contraprestación y las excepciones, en su caso, aplicables;
 - k) La información que habrá de hacerse pública antes de la presentación de una oferta, una vez adoptada la decisión de presentarla, en el transcurso de la misma y una vez finalizada;
 - l) El plazo en que deberá presentarse una oferta pública de adquisición desde su anuncio público;
 - m) Las reglas sobre la caducidad de las ofertas;
 - n) Las reglas aplicables a la publicación de los resultados de las ofertas;
 - o) La información que habrá de suministrarse por los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores, así como el procedimiento aplicable a dicha obligación, ello sin perjuicio de lo establecido en la legislación laboral, y
 - p) Los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria.

Artículo 60.bis. *Obligaciones de los órganos de administración y dirección.*

1. Durante el plazo y en los términos que se determinen reglamentariamente, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades pertenecientes a su mismo grupo deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, antes de emprender cualquier actuación que pueda 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 pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.

Respecto de las decisiones adoptadas antes de iniciarse el plazo contemplado en el párrafo anterior y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general de accionistas deberá aprobar o confirmar según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta.

En el caso de que la sociedad afectada cuente con un sistema de administración dual, lo dispuesto en los párrafos anteriores se entenderá también aplicable al consejo de control.

La junta general de accionistas a que se refiere el presente apartado podrá ser convocada quince días antes de la fecha fijada para su celebración, mediante anuncio

publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia, con expresión de la fecha de la reunión en primera convocatoria y todos los asuntos que han de tratarse.

El Boletín Oficial del Registro Mercantil publicará la convocatoria de forma inmediata a su recepción.

2. Las sociedades podrán no aplicar lo dispuesto en el apartado anterior cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a tales normas o equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la Junta General, o bien, por una entidad controlada por aquella, directa o indirectamente, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la presente Ley.

Cualquier decisión que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, 18 meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

3. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá publicar un informe detallado sobre la oferta en los términos y plazos que se establezcan reglamentariamente.

Artículo 60.ter. Medidas de neutralización opcionales.

1. Las sociedades podrán decidir que se apliquen las siguientes medidas de neutralización:

a) La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

b) La ineficacia, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60.bis.1 de esta Ley, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

c) La ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 por ciento del capital que confiera derechos de voto.

2. La decisión de aplicar este artículo deberá adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, y se comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a los supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación, o se haya solicitado la admisión. La Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacer pública esta comunicación en los términos y el plazo que se fije reglamentariamente.

En cualquier momento la junta general de accionistas de la sociedad podrá revocar la decisión de aplicar este artículo según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de

22 de diciembre. La mayoría exigida en virtud del presente párrafo ha de coincidir con la exigida en virtud del párrafo anterior.

3. Cuando la sociedad decida aplicar las medidas descritas en el apartado 1 deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados.

4. Las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor al amparo de lo dispuesto en los apartados precedentes, cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad o grupo que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes.

Cualquier medida que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, 18 meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

5. Reglamentariamente se podrán establecer los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria para el desarrollo de lo dispuesto en este artículo.

Artículo 60. quáter. *Compraventas forzosas.*

1. Cuando, a resultas de una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores, en los términos de los artículos 60 y 61 de esta Ley, el oferente posea valores que representen al menos el 90 por ciento del capital que confiere derechos de voto y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 % de los derechos de voto, distintos de los que ya obraran en poder del oferente:

a) El oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo.

b) Los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo.

2. Reglamentariamente se establecerá el procedimiento y los requisitos aplicables a la compraventa forzosa a que se refiere el apartado anterior.

Artículo 61. *Ofertas públicas de adquisición voluntarias.*

Las ofertas públicas de adquisición de acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo voluntario, deberán dirigirse a todos sus titulares, estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este Capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferior al total.

La oferta obligatoria contemplada en el artículo 60 de esta Ley no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos recogidos en el presente Capítulo.»

[...]

Artículo 12.

Se da nueva redacción a los apartados m), p) y r) y se introducen dos nuevos apartados r.bis) y r.ter) en el artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores, con el siguiente tenor literal:

«Artículo 99. Infracciones muy graves

Constituyen infracciones muy graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el artículo 95 de esta Ley los siguientes actos u omisiones:

[...]

r) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 60 y 61 de esta Ley y en la normativa que se dicte al amparo de lo dispuesto en este artículo. En particular:

– El incumplimiento de la obligación de presentar una oferta pública de adquisición de valores; su presentación fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales que impidan a la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenerla por presentada o autorizarla; o la realización de la oferta pública sin la debida autorización.

– La falta de publicación o de remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquella, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una oferta pública de adquisición de valores, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.

– La publicación o el suministro de información o documentación relativas a una oferta pública de adquisición con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.

r.bis) El incumplimiento por los órganos de administración y dirección de las obligaciones establecidas en el artículo 60.bis de esta Ley y en su desarrollo reglamentario.

r.ter) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 34 y 60.ter de esta Ley y en su desarrollo reglamentario.»

Artículo 13.

Se da nueva redacción al apartado j) y se introducen nuevos apartados z), z.bis) y z.ter), en el artículo 100 de la Ley del Mercado de Valores, con el siguiente tenor literal:

«Artículo 100. Infracciones graves.

Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el artículo 95 de esta Ley los siguientes actos u omisiones:

[...]

z) La falta de publicación o de remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquella, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una oferta pública de

adquisición de valores, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando no sea infracción muy grave de acuerdo con lo dispuesto en la letra r) del artículo anterior.

z.bis) La publicación o el suministro de información o documentación relativas a una oferta pública de adquisición con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando no fuera infracción muy grave de acuerdo con lo dispuesto en la letra r) del artículo anterior.

z.ter) La falta de inclusión en el informe de gestión de las sociedades cotizadas de la información exigida por el artículo 116.bis de esta Ley o la existencia de omisiones o datos falsos o engañosos.»

Artículo 14.

Se introduce un nuevo artículo 116.bis en la Ley del Mercado de Valores, con el siguiente tenor literal:

«Artículo 116.bis. *Información adicional a incluir en el informe de gestión.*

Las sociedades a que se refiere el presente Título deberán incluir en el informe de gestión información sobre los siguientes aspectos:

a) La estructura del capital, incluidos los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones que confiera y el porcentaje del capital social que represente;

b) Cualquier restricción a la transmisibilidad de valores;

c) Las participaciones significativas en el capital, directas o indirectas;

d) Cualquier restricción al derecho de voto;

e) Los pactos parasociales;

f) Las normas aplicables al nombramiento y sustitución de los miembros del órgano de administración y a la modificación de los estatutos de la sociedad;

g) Los poderes de los miembros del consejo de administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones;

h) Los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adquisición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad. Esta excepción no se aplicará cuando la sociedad esté obligada legalmente a dar publicidad a esta información;

i) Los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

El consejo de administración presentará anualmente un informe explicativo a la junta general de accionistas sobre los elementos contemplados en este artículo.»

Disposición adicional. *Régimen para determinados aumentos en la participación en una sociedad cotizada.*

Quien a la entrada en vigor de la presente Ley posea un porcentaje de derechos de voto de una sociedad cotizada igual o superior al 30 por ciento e inferior al 50 por ciento quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición en los términos del Capítulo V del Título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando, con posterioridad a la entrada en vigor de esta Ley, se dé alguna de las siguientes circunstancias:

a) Que adquiriera en un solo acto o en actos sucesivos acciones de dicha sociedad hasta incrementar su participación en, al menos, un 5 por ciento en un período de 12 meses.

b) Que alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50 por ciento.

c) Que adquiriera una participación adicional y designe un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

El Gobierno podrá establecer los extremos que juzgue necesarios para la aplicación de la presente disposición así como las operaciones exceptuadas de este régimen.

En cualquier caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente, en los términos que se establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en el apartado a), cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

[...]

Disposición transitoria segunda. *Régimen transitorio para determinadas ofertas públicas de adquisición.*

La presente ley se aplicará a las ofertas públicas de adquisición cuya solicitud de autorización haya sido presentada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y no haya sido autorizada con anterioridad a la entrada en vigor de la ley.

Disposición transitoria tercera. *Régimen transitorio para determinados aumentos en la participación de la sociedad cotizada anteriores a la entrada en vigor de la presente ley.*

Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición en los términos del Capítulo V del Título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores quien con anterioridad a la entrada en vigor de la presente Ley hubiera adquirido una participación en la sociedad y designe con posterioridad a la entrada en vigor de la ley un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad. La presente disposición será de aplicación cuando la designación se hubiera producido en los 24 meses siguientes a la adquisición de la participación.

[...]

Disposición final primera. *Incorporación de derecho de la Unión Europea.*

Mediante esta Ley se incorpora parcialmente al Derecho español la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición y la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de

diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

[...]

Disposición final tercera. *Habilitación normativa.*

Se habilita al Gobierno para dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo, ejecución y cumplimiento de lo previsto en esta ley.

Disposición final cuarta. *Entrada en vigor.*

La presente ley entrará en vigor a los cuatro meses de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

4. REAL DECRETO 1066/2007, DE 27 DE JULIO, SOBRE EL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES

I

La Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores da una nueva redacción al artículo 34 y al Capítulo V del Título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. El objetivo de la citada Ley ha sido doble: por un lado, introducir las necesarias modificaciones exigidas por la transposición 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; y por otro, modificar aquellos aspectos de la regulación para garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

El presente real decreto sobre ofertas públicas de adquisición viene a completar las modificaciones introducidas por la Ley 6/2007, con el fin de profundizar en los dos objetivos antes mencionados. Es en el marco de los preceptos señalados donde se encuentra el punto de partida y las habilitaciones necesarias para la adopción del presente real decreto.

La trascendencia de los cambios introducidos en la Ley y por ende, la de los incluidos en el presente real decreto justifican la derogación del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y su sustitución por un real decreto de nueva planta que contiene la regulación exhaustiva de todas las fases de la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada.

II

Este real decreto consta de 50 artículos, distribuidos en once capítulos, dos disposiciones adicionales, una transitoria, una derogatoria y cuatro finales.

El capítulo I contiene las normas fundamentales sobre el ámbito de aplicación. Así establece que el real decreto se aplica a todas las ofertas públicas de adquisición, ya sean voluntarias u obligatorias, que se formulen sobre una sociedad cotizada. Siguiendo lo dispuesto en la Ley se recogen los casos de aplicación transfronteriza del real decreto, determinándose qué aspectos de la oferta se regirán por lo aquí dispuesto y qué cuestiones lo harán por el Derecho del país donde la sociedad tenga su domicilio social.

En el capítulo II se recogen las normas específicas aplicables a las ofertas públicas de adquisición obligatorias cuando se alcanza el control de una sociedad, tanto de manera directa como sobrevenida. Si se producen los supuestos de hecho que definen dicho control se deberá lanzar una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital de la sociedad a un precio equitativo. No obstante, esa oferta no será obligatoria en los casos en que la Comisión Nacional del Mercado de Valores otorgue una dispensa o en aquellos otros casos excluidos en la presente norma. También se especifican aquellos casos en los que el precio de la oferta puede o debe ajustarse al alza o a la baja.

El capítulo III desarrolla otros supuestos de ofertas públicas de adquisición. Así, junto a las ofertas obligatorias cuando se alcanza el control se recogen otros dos supuestos de ofertas obligatorias: las ofertas para la exclusión de los valores de cotización y las ofertas cuando una sociedad desea reducir el capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su posterior amortización. Finalmente, se señala también la posibilidad de formular ofertas voluntarias. Se trata de aquellos casos en los que una persona desea adquirir un paquete grande de acciones apelando a todos los accionistas. Estas ofertas pueden formularse por la totalidad del capital o por una parte del mismo. En general, las reglas aplicables a estas ofertas son las mismas que las de las ofertas obligatorias, con algunas excepciones, que se mencionan a lo largo del articulado.

A continuación, el real decreto desarrolla los aspectos relativos a la contraprestación y a las garantías ofrecidas en la oferta en el capítulo IV. La contraprestación por las acciones de la sociedad puede consistir en dinero o en valores o en una mezcla de ambos. Se recogen ciertos casos en los que se ha de ofrecer como alternativa una contraprestación en efectivo, para garantizar la adecuada protección de los accionistas. Se exige también, para asegurar la seriedad de la oferta, que el oferente presente las debidas garantías que demuestren que puede hacer frente a la contraprestación ofrecida en la oferta.

El procedimiento a seguir en una oferta pública de adquisición viene regulado en todas sus fases por el real decreto. Así, según el capítulo V, este proceso comienza con el anuncio de la intención (cuando es voluntaria), o de la obligación (en caso contrario), de presentar una oferta pública. Este anuncio ha de hacerse tan pronto como se decida formular una oferta o tan pronto como se den los supuestos de hecho que exigen la formulación de una oferta obligatoria.

Una vez anunciada, se ha de presentar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la solicitud de autorización con la documentación necesaria para su análisis, y tras su autorización, el oferente habrá de difundirla adecuadamente, con objeto de informar al mercado y, en particular, a todos los accionistas de la sociedad objeto de la oferta. En todo este proceso los trabajadores del oferente y de la sociedad objeto de la oferta han de estar adecuadamente informados.

El oferente debe conceder un determinado plazo a los accionistas para que acepten la oferta, si así lo desean. Antes de que finalice ese plazo de aceptación se exige que el consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta publique un informe con su opinión sobre la misma.

En este capítulo también se recoge el régimen aplicable a las posibles autorizaciones de otros organismos administrativos diferentes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El capítulo VI desarrolla lo ya dispuesto en la Ley respecto al deber de pasividad obligatorio del consejo de administración de la sociedad afectada y respecto al régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas. Para el primero de los casos se relacionan medidas concretas que han de obtener la autorización de la junta general. Para los

dos supuestos señalados se establecen las cautelas necesarias para que la junta general decida con pleno conocimiento sobre las propuestas que se les formulan.

Aunque en principio, las ofertas públicas de adquisición son irrevocables, el capítulo VII contempla aquellos supuestos en los que, las ofertas voluntarias podrán someterse al cumplimiento de determinadas condiciones. Para las ofertas obligatorias se incluye la posibilidad de desistimiento cuando al final de todo el procedimiento de ofertas competidoras, sigue existiendo una oferta no sometida a condiciones que mejora la oferta obligatoria así como, con determinadas condiciones, si la oferta está sujeta a autorización administrativa en materia de defensa de la competencia. Existe además una cláusula general para el desistimiento de cualquier oferta referida a la existencia de circunstancias excepcionales que impidan su realización.

Por otro lado, el real decreto otorga la posibilidad al oferente de mejorar la oferta inicialmente presentada.

Además de estas limitaciones en la actuación del oferente, el real decreto contiene las repercusiones sobre la oferta derivadas de que el oferente adquiera durante el procedimiento de la oferta acciones de la sociedad afectada fuera de ese procedimiento. El objetivo de estas medidas es permitir cierto margen de actuación al oferente sin que los accionistas se vean perjudicados.

La oferta pública concluye con el período de aceptación, el cómputo de las aceptaciones recibidas y la liquidación de la misma, recogidos en el capítulo VIII.

El capítulo IX se centra en el procedimiento aplicable a las ofertas competidoras, esto es, aquellas que se formulan sobre una sociedad sobre la que previamente se ha formulado otra oferta y cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado.

El real decreto desarrolla en el capítulo X el procedimiento aplicable a la novedosa figura en nuestro ordenamiento de las compraventas forzosas, definidas en la ley.

Por último, el real decreto concluye con una breve mención al régimen de supervisión, inspección y sanción aplicable a lo regulado en el mismo.

Este real decreto deroga expresamente el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, y ha sido dictado en ejercicio de las habilitaciones contenidas en los artículos 34, 60, 60 bis, 60 ter y 60 quáter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y en la disposición final tercera de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia.

En su virtud, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, con la aprobación previa de la Ministra de Administraciones Públicas, de acuerdo con el Consejo de Estado y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 27 de julio de 2007,

DISPONGO:

CAPÍTULO I

ÁMBITO DE APLICACIÓN

Artículo 1. *Ámbito de aplicación subjetivo.*

1. Quedará sujeta a lo dispuesto en este real decreto toda persona física o jurídica que formule o deba formular una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada u otros valores que den derecho a su adquisición o suscripción.

Se considerarán sociedades cotizadas aquellas cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España. Cuando dichas sociedades no tengan domicilio social en España, se estará a lo establecido en los apartados 2, 3 y 4 siguientes.

El presente real decreto no se aplicará a las ofertas públicas de adquisición de acciones de sociedades de inversión de capital variable ni a las ofertas públicas de adquisición de acciones de los bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea.

2. Se aplicarán las reglas contenidas en el apartado siguiente a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyas acciones no estén admitidas a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social en cualquiera de los siguientes casos:

a) Cuando las acciones de la sociedad sólo estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español.

b) Cuando la primera admisión a negociación de las acciones en un mercado regulado lo haya sido en un mercado secundario oficial español.

c) Cuando las acciones de la sociedad sean admitidas a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español, y la sociedad así lo decida mediante notificación a dichos mercados y a sus autoridades competentes el primer día de negociación de sus acciones.

d) Cuando el 20 de mayo de 2006, las acciones de la sociedad ya hubieran sido admitidas a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español y la Comisión Nacional del Mercado de Valores así lo hubiera acordado con las autoridades competentes de los demás mercados en los que se hubieran admitido a negociación o, a falta de acuerdo, así lo hubiera decidido la sociedad.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web su designación como autoridad competente para la autorización de las ofertas públicas de adquisición formuladas sobre las sociedades a que se refieren las letras c) y d) anteriores, el siguiente día hábil a la notificación o a la adopción del acuerdo a que se refieren dichas letras.

3. En los casos contemplados en el apartado anterior se aplicarán las siguientes reglas:

a) La decisión sobre la autorización de la oferta corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Los asuntos relativos a la contraprestación o precio ofrecido en el procedimiento de oferta, en particular, la información sobre la decisión del oferente de presentar una oferta, el contenido del folleto explicativo y la difusión de la oferta; y a las ofertas competidoras estarán sujetos a lo dispuesto en este real decreto.

c) En cuanto a la información que debe facilitarse al personal de la sociedad afectada y en los aspectos relativos al Derecho de Sociedades, en particular el porcentaje de derechos de voto que confiere el control y las excepciones a la obligación de formular una oferta así como las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender una acción que pueda perturbar el desarrollo de la oferta, las normas aplicables y la autoridad competente serán las del Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social.

4. Cuando la sociedad afectada no tenga su domicilio social en España ni en ningún otro Estado miembro de la Unión Europea y sus acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español, será de aplicación lo previsto en las letras a) y b) del apartado 3.

5. En el caso de que la sociedad afectada tenga domicilio social en España pero sus valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español, será de aplicación lo previsto en la letra c) del apartado 3.

Artículo 2. *Ámbito de aplicación objetivo.*

El presente real decreto se aplicará tanto a las ofertas públicas de adquisición obligatorias, a las que hacen referencia los artículos 3, 7, 10 y 12 como a las ofertas voluntarias a que se refiere el artículo 13.

CAPÍTULO II

OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN CUANDO SE ALCANZA EL CONTROL

Artículo 3. *Oferta obligatoria cuando se alcanza el control.*

1. Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:

- a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad;
- b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores, en los términos del artículo 5.1.b); o
- c) como consecuencia de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas establecidos en el artículo 7.

2. La oferta deberá dirigirse:

- a) A todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.
- b) Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.

La oferta podrá o no dirigirse a todos los titulares de «warrants» o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en la letra b) de este apartado, por emitir o ya emitidos. Si se dirigiera a ellos, la oferta pública de adquisición deberá dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los «warrants», valores o instrumentos financieros en cuestión.

3. En caso de acción concertada, pacto parasocial u otros supuestos en los que de acuerdo con el artículo 5, se atribuyan a una misma persona los porcentajes de voto pertenecientes a varios accionistas, estará obligada a formular la oferta quien tenga, directa o indirectamente, el mayor porcentaje de derechos de voto. Si los porcentajes de dos o más accionistas coincidieran, todos ellos estarán obligados a formular la oferta conjuntamente.

4. La oferta se presentará tan pronto como sea posible y como máximo en el plazo de 1 mes desde que se alcance el control.

Artículo 4. Participación de control.

1. A los efectos del presente real decreto se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos:

a) Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100;

o bien,

b) cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en los artículos 3 y 7 cuando se alcance el porcentaje señalado en la letra a) del apartado anterior si otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

No obstante, la dispensa se condicionará a que la persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiese sido dispensado o a que éste no designe a más de la mitad de los miembros del consejo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6. Si ello sucediera o si no obtuviera la dispensa por no concurrir el supuesto de hecho mencionado en el párrafo anterior, el interesado estará obligado a formular una oferta pública de adquisición, salvo si, en el plazo de 3 meses enajena el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el porcentaje señalado o resuelve el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal porcentaje y, entre tanto, no se ejerzan los derechos de voto que excedan de tales porcentajes.

La dispensa deberá ser solicitada por el interesado, quien al mismo tiempo se la notificará a la sociedad afectada. Una vez presentada la solicitud de dispensa, la sociedad afectada dispondrá de un plazo de tres días hábiles para formular alegaciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En el plazo de diez días hábiles a contar desde la solicitud, o desde la fecha de registro de los documentos e informaciones que fuesen requeridos, la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará su decisión motivada al interesado y a la sociedad afectada y la hará pública a través de su página web.

3. Cuando habiéndose acordado la dispensa conforme a lo previsto en el apartado anterior, deviniese obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición, el precio equitativo se calculará como el mayor entre los calculados conforme a los artículos 9 y 10.

Artículo 5. Cómputo de los derechos de voto.

A efectos del cómputo de los porcentajes de derechos de voto señalados en el artículo precedente, se tendrán en cuenta las siguientes reglas:

1. Se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las siguientes personas o entidades:

a) Los que pertenezcan al mismo grupo, tal como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como los de los miembros de sus órganos de administración, salvo prueba en contrario.

b) Los de las demás personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella. Se entenderá que existe dicho concierto cuando dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada. Se presumirá que existe concierto cuando las personas hubieran alcanzado un pacto de los señalados en el artículo 112 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, destinado a establecer una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma, así como cualquier otro que, con la misma finalidad, regule el derecho de voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad.

c) Los derechos de voto que esa persona pueda ejercer de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por los propietarios o titulares de las acciones, en ausencia de instrucciones específicas sobre los mismos.

d) Los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta, entendiendo por tal aquel tercero a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones.

Se entenderán incluidos en este apartado los derechos de voto correspondientes a acciones que constituyan el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas cuando tales contratos o permutas cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta.

2. Se incluirán, tanto los derechos de voto procedentes de la titularidad dominical de las acciones, como los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual.

3. El porcentaje de derechos de voto se calculará sobre la base de todas las acciones que lleven aparejadas derechos de voto, incluso si se ha suspendido el ejercicio de los mismos. Se excluirán las acciones que, de acuerdo con la información disponible en la fecha de cómputo del porcentaje de derechos de voto, pertenezcan, directa o indirectamente, a la propia sociedad afectada. Las acciones sin voto se computarán únicamente cuando gocen de él, de acuerdo con la legislación vigente.

4. No producirán obligación de formular una oferta pública de adquisición, las adquisiciones u otras operaciones que entrañen una mera redistribución de derechos de voto cuando, en virtud del apartado 1, sigan atribuidas a una misma persona.

Tampoco producirá dicha obligación la adquisición de valores u otros instrumentos financieros que den derecho a la suscripción, conversión, canje o adquisición de acciones que lleven aparejado derechos de voto hasta que no se produzca dicha suscripción, conversión, canje o adquisición.

Artículo 6. *Designación de consejeros.*

A los efectos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en los casos en que se alcance el control, contenida en el artículo 3 se presumirá, salvo prueba en contrario, que el titular de la participación ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada en los siguientes casos:

a) Cuando el consejero haya sido nombrado por el titular de la participación o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio de su derecho de representación proporcional.

b) Cuando los nombrados sean, o hubieran sido en los 12 meses anteriores a su designación, consejeros, altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios al titular de la participación o sociedades pertenecientes a su mismo grupo.

c) Cuando el acuerdo de nombramiento no se hubiese podido adoptar sin los votos a favor emitidos por el titular de la participación o por sociedades pertenecientes a su mismo grupo, o por los miembros del órgano de administración designados con anterioridad por dicho titular.

d) Cuando el nombrado sea el propio titular de la participación de que se trate o una sociedad perteneciente a su mismo grupo.

e) Cuando en la documentación societaria en la que conste el nombramiento, incluyendo las actas, certificaciones, escrituras públicas u otra documentación elaborada para obtener la inscripción registral, en la información pública de la sociedad afectada o del titular de la participación de que se trate, o en otra documentación de la sociedad afectada, el titular de la participación asuma que el consejero ha sido designado por dicho titular o que lo representa o es consejero dominical en la sociedad afectada por su relación con aquél.

En ningún caso se atribuirá a una persona la designación de aquellos miembros del órgano de administración que tengan la consideración de consejeros independientes ni de consejeros dominicales de otros accionistas que no actúen en concierto con el titular de la participación, de acuerdo con las reglas de gobierno corporativo a las que se refiere el artículo 116 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Artículo 7. *Tomas de control indirectas o sobrevenidas.*

1. En caso de fusión o toma del control de otra sociedad o entidad, incluso no admitida a negociación en ningún mercado o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera sociedad cotizada, serán de aplicación las siguientes reglas:

a) Deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la fusión o toma de control, se alcance, directa o indirectamente, en la sociedad cotizada el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4.

b) La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de fusión o toma de control y le serán de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta cuando, dentro del plazo señalado, se enajene el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que

excedan de tales porcentajes, o bien, cuando se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.

2. 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 porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición.

La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la reducción del capital y le será de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta cuando, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la reducción del capital, se enajene el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.

3. Si, como consecuencia del canje, suscripción, conversión o adquisición de las acciones de una sociedad cotizada derivado de la adquisición de los valores o instrumentos a que se refiere el párrafo segundo del artículo 5.4, 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 porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social.

La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la suscripción o conversión y le será de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta, cuando, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de canje, suscripción, adquisición o conversión de los valores, se enajene el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.

4. Si, como consecuencia de las variaciones en la autocartera, 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 porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social.

La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la comunicación por la sociedad de las variaciones en su autocartera y le será de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta, cuando, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de comunicación por la sociedad de las variaciones en su autocartera, se enajene, bien por el obligado a formular la oferta bien por la propia sociedad, el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.

5. 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, entre tanto, los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes.

La oferta deberá formularse dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de cierre de la emisión y serán de aplicación a la oferta las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta, cuando, dentro del señalado plazo, se enajene el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.

Artículo 8. *Supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control.*

No será obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición en los supuestos siguientes:

a) Adquisiciones u otras operaciones que, en el cumplimiento de sus funciones, realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, el Fondo de Garantía de Inversiones, el Consorcio de Compensación de Seguros, y otras instituciones similares legalmente establecidas, así como las adquisiciones consistentes en las adjudicaciones que los citados organismos, con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia de ofertas establecidas en la normativa específica, acuerden en cumplimiento de sus funciones.

La exclusión se extenderá a las tomas de control indirectas previstas en el artículo 7.1 de este real decreto, cualquiera que sea el porcentaje de voto que resulte de las referidas adjudicaciones, cuando a juicio de la entidad de supervisión competente, quien lo comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tal exclusión resulte conveniente para garantizar el buen fin y viabilidad financiera de la operación de saneamiento de que se trate, en función del coste de tales tomas de control indirectas.

La exclusión no será aplicable en las posteriores transmisiones u otras operaciones que eventualmente realicen los adjudicatarios de los organismos a que se refiere el párrafo primero de este apartado.

b) Adquisiciones u otras operaciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa, y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de Derecho público previstas en la normativa vigente.

c) Cuando todos los titulares de valores de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas o parte de las acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición.

Será preciso, sin embargo, que dichos titulares acuerden simultáneamente la exclusión de negociación de los valores de los mercados secundarios oficiales en que estuvieran admitidos.

d) Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no esté en concurso, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad.

Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por cualquier persona interesada, que no resulta exigible una oferta pública.

e) Las adquisiciones gratuitas mortis causa, así como las adquisiciones gratuitas inter vivos siempre que, en este segundo caso, el adquirente no haya adquirido acciones u otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción en los 12 meses anteriores y no medie acuerdo o concierto con el transmitente.

f) Cuando el control se haya alcanzado tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, si se da alguna de las siguientes circunstancias: que la oferta haya sido formulada a un precio equitativo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 9; o bien, que haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50 por ciento de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta.

g) En caso de fusión, estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 y siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial.

Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por el accionista, que no resulta exigible una oferta pública, una vez comprobado que se dan las circunstancias señaladas en el párrafo anterior.

Artículo 9. Precio equitativo.

1. Las ofertas públicas de adquisición a que se refiere este Capítulo deberán efectuarse con un precio o contra-prestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.

2. A los efectos de la determinación del precio equitativo se incluirá el importe íntegro de la contraprestación que en cada caso haya pagado o acordado pagar el oferente o las personas que actúen en concierto con él. En concreto se aplicarán las siguientes reglas:

a) En el caso de que la compraventa fuese ejecución de un derecho de opción de compra previo, al precio de la compraventa se le adicionará la prima en su caso acordada por la concesión de la opción;

b) En el caso de que la compraventa fuese ejecución de un derecho de opción de venta previo, al precio de la compraventa se le deducirá la prima en su caso acordada por la concesión de la opción;

c) En el caso de otros instrumentos financieros derivados, el precio será el precio de ejercicio más las primas satisfechas para la adquisición del derivado;

d) En los casos anteriores si los precios de ejercicio se calculan en relación con varias operaciones se aplicará el más elevado al que haya cruzado operaciones el accionista en cuestión.

e) Cuando la adquisición de los valores se haya efectuado a través de un canje o conversión, el precio se calculará como la media ponderada de los precios de mercado de los indicados valores en la fecha de adquisición.

f) Cuando la adquisición incluya alguna compensación adicional al precio pagado o acordado o cuando se haya acordado un diferimiento en el pago, el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación o al pago diferido.

3. Cuando la oferta obligatoria deba formularse sin haberse producido previamente la adquisición por el oferente ni por las personas que actúen en concierto con él de las acciones de la sociedad afectada en el período de doce meses antes referido, el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo 10.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá modificar el precio calculado con arreglo a lo dispuesto en los apartados anteriores cuando se de alguna de las siguientes circunstancias:

a) Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia se haya visto afectada por el pago de un dividendo, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva del precio equitativo.

b) Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia presentase indicios razonables de manipulación, que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por infracción de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes, y siempre que se hubiese notificado al interesado el correspondiente pliego de cargos.

c) Que el precio equitativo hubiera sido inferior al rango de cotización de los valores en el día de la adquisición determinante de dicho precio, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser menor que el límite inferior de dicho rango.

d) Que el precio equitativo corresponda a una adquisición por un volumen no significativo en términos relativos y siempre que haya sido realizada a precio de cotización en cuyo caso se estará al precio más elevado pagado o acordado en las restantes adquisiciones del periodo de referencia.

e) Que las adquisiciones del periodo de referencia incluyan alguna compensación adicional al precio pagado o acordado, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación.

f) Que la sociedad afectada se encuentre, de forma demostrable, en serias dificultades financieras, en cuyo caso, la contraprestación de la oferta deberá ser aquella que resulte de aplicar los métodos de valoración del artículo 10.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir al oferente en todos los supuestos anteriores un informe sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio equitativo. Entre los mencionados criterios se podrán incluir, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto del establecido en los apartados precedentes.

5. Cuando la oferta no se formule en el plazo máximo a que se refiere el artículo 17 comenzarán a devengarse intereses sobre el precio equitativo al tipo de interés legal del dinero hasta la fecha en que se formule finalmente la oferta, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes.

CAPÍTULO III

OTROS SUPUESTOS DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN: EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN, REDUCCIÓN DE CAPITAL MEDIANTE ADQUISICIÓN DE ACCIONES PROPIAS Y OFERTAS VOLUNTARIAS

Artículo 10. *Oferta por exclusión.*

1. De conformidad con el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, deberá promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este artículo, salvo que, por concurrir alguno de los supuestos contemplados en el artículo 11 del presente real decreto, la oferta de exclusión no sea necesaria. Se asimilarán a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada o que no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses a contar desde la inscripción de la correspondiente operación societaria en el Registro Mercantil. Si transcurrido este plazo no se hubiese obtenido la admisión a cotización deberá formularse una oferta pública en los términos de este artículo.

2. La oferta deberá dirigirse:

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

b) Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.

La oferta podrá o no dirigirse a todos los titulares de warrants o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en la letra b) de este apartado, por emitir o ya emitidas. Si se dirigiera a ellos, la oferta pública de adquisición deberá dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los warrants, valores o instrumentos financieros en cuestión.

No obstante lo anterior, no será preciso dirigir la oferta a aquellos titulares que hubieran votado a favor de la exclusión y que, además inmovilicen sus valores hasta que transcurra

el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23. En el folleto explicativo de la oferta se expresará con claridad tal circunstancia, y se identificarán los valores que hayan quedado inmovilizados, así como la identidad de sus titulares.

3. La oferta de exclusión sólo podrá formularse como compraventa, debiendo consistir en dinero la totalidad del precio.

4. El acuerdo de exclusión y los relativos a la oferta y al precio ofrecido deberán ser aprobados por la Junta General de Accionistas de la sociedad emisora de los valores a excluir.

La oferta de exclusión podrá ser formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir o por otra persona o entidad siempre que cuente con la aprobación de la Junta General de Accionistas de la sociedad que se excluye.

Si la oferta es formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir, se procederá a la amortización o enajenación de los valores adquiridos en la oferta salvo que, por concurrir los requisitos contemplados en el artículo 75 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, esta amortización o enajenación no sea necesaria. A estos efectos, el límite de adquisición de acciones propias será del 10 por ciento del capital social.

En las ofertas de exclusión no procederá el informe del órgano de administración de la sociedad afectada previsto en el artículo 24.

5. El informe de valoración a que se refiere al artículo 34.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, contendrá una justificación detallada sobre la propuesta y el precio ofrecido basada en los resultados obtenidos a partir de los siguientes métodos:

a) Valor teórico contable de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.

b) Valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.

c) Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

e) Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.

En el informe se justificará la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración.

6. El precio de la oferta, fijado por la sociedad emisora de los valores a excluir, no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refieren el artículo 9 y el que

resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 5.

El folleto explicativo de la oferta incluirá la información relativa a la justificación del precio y el informe de valoración como documento complementario.

7. Los valores quedarán excluidos de la negociación cuando se haya liquidado la operación, de acuerdo con lo previsto en el artículo 37.

Artículo 11. *Excepciones a la oferta pública de exclusión.*

No será precisa una oferta de exclusión en los siguientes supuestos:

a) Cuando se den las condiciones previstas en el artículo 47 para el ejercicio de las compraventas forzosas.

b) Cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública.

c) Cuando se produzca la extinción de la sociedad mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad extinguida se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada.

d) Cuando se hubiera realizado con anterioridad una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital de la sociedad afectada en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio, según lo previsto en los apartados 5 y 6 del artículo 10 mediante un informe de valoración, y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de dichos valores, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente.

e) Cuando la Junta General de Accionistas y, en su caso, la Asamblea General de Obligacionistas, de la sociedad emisora de los valores a excluir, acuerde un procedimiento que a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en virtud de lo establecido en el artículo 34.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sea equivalente a la oferta pública porque asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de valores afectados por la exclusión.

Artículo 12. *Oferta pública de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.*

1. Cuando la reducción del capital de una sociedad cotizada española se realice mediante la compra por ésta de sus propias acciones para su amortización, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el artículo 170 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, deberá formularse una oferta pública de adquisición de acuerdo con lo establecido en este real decreto.

Si las acciones comprendidas en las declaraciones de aceptación hubiesen superado el límite máximo de la oferta, se aplicarán las reglas de distribución y prorrateo previstas en el artículo 38.

2. Cuando dicha compra se realice según lo previsto en el Reglamento (CE) N.º 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas

de recompra y la estabilización de instrumentos financieros y no exceda del 10 por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad no será necesario formular una oferta pública de adquisición.

Artículo 13. *Ofertas voluntarias.*

1. Aun cuando no resulten obligatorias según lo previsto en este real decreto, podrán formularse con carácter voluntario ofertas públicas de adquisición de acciones de una sociedad cotizada, o de otros valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.

2. Las ofertas voluntarias podrán sujetarse a las siguientes condiciones, siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación:

a) Aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la junta general de accionistas de la sociedad afectada.

b) Aceptación de la oferta por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada.

c) Aprobación por la junta general de la sociedad oferente de la oferta.

d) Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Sin perjuicio de las especialidades contenidas en el presente artículo, las ofertas voluntarias quedarán sujetas a las mismas reglas establecidas para las ofertas obligatorias contempladas en este real decreto.

4. Podrá formular una oferta voluntaria por un número de valores inferior al total quien no vaya a alcanzar, a resultas de ella, una participación de control o quien, ostentando ya una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria.

5. Las ofertas voluntarias no habrán de formularse al precio equitativo.

6. Si en el curso de la formulación de una oferta voluntaria esta deviniera obligatoria, la oferta deberá cumplir con lo dispuesto en este real decreto para las ofertas obligatorias. La Comisión Nacional del Mercado de Valores adaptará todos los plazos que le sean aplicables cuando ello sea necesario para que el oferente pueda cumplir con las obligaciones derivadas del carácter obligatorio de la oferta y para que se garantice la debida protección de los destinatarios de la misma.

CAPÍTULO IV

CONTRAPRESTACIÓN Y GARANTÍAS DE LA OFERTA

Artículo 14. *Contraprestación ofrecida.*

1. Las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compraventa, como permuta o canje de valores o como ambas cosas a la vez, y deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.

2. En los siguientes supuestos, la oferta pública deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido:

a) Cuando el oferente o las personas con las que actúe concertadamente hayan adquirido en efectivo, en los doce meses previos al anuncio de la oferta, valores que confieran el 5 por ciento o más de los derechos de voto de la sociedad afectada.

b) Cuando se trate de una oferta obligatoria cuando se alcanza el control, según lo dispuesto en el capítulo II.

c) En caso de permuta, salvo que se ofrezcan en canje valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado de algún Estado miembro de la Unión Europea, o valores a emitir por la propia sociedad oferente, siempre que, en este caso, su capital esté total o parcialmente admitido a negociación en alguno de dichos mercados y que el oferente adquiera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en un plazo máximo de tres meses a partir de la publicación del resultado de la oferta. No obstante, se habrá de incluir posteriormente una contraprestación o precio en efectivo si la sociedad oferente no aprueba la emisión de los nuevos valores.

Cuando los valores ofrecidos en canje no se encuentren admitidos a negociación en alguno de los mercados a que se refiere el párrafo anterior, se aportará el informe de un experto independiente en el que se determine qué valor les corresponde.

3. En caso de compraventa, el precio en dinero se expresará en euros por cada valor unitario.

4. Las permutas que se propongan serán claras en cuanto a la naturaleza, valoración y características de los valores que se ofrezcan en canje, así como en cuanto a las proporciones en que hayan de producirse.

El oferente deberá indicar el precio en efectivo equivalente que resulta de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores entregados en canje correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta. La determinación de la cotización media ponderada de los valores entregados en canje se efectuará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. Cuando la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en valores a emitir por la sociedad oferente, el órgano de administración, 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.

Dicha convocatoria no será necesaria, cuando el oferente acredite que tiene autorización de la Junta General para llevar a cabo la emisión de dichos valores.

El anuncio de la convocatoria de la Junta, previsto en el artículo 97 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, deberá ser publicado con anterioridad a la publicación del primero de los anuncios establecidos en el artículo 22 de este real decreto para la difusión del contenido de la oferta o, como máximo, en la fecha de publicación del primero de tales anuncios. La Junta deberá fijarse en primera convocatoria en un plazo comprendido entre un mes y cuarenta días a partir del día hábil siguiente al de publicación de los anuncios, debiendo mediar entre la primera y segunda convocatoria un plazo máximo de 48 horas. Si el oferente no tiene su domicilio social en España, la convocatoria y celebración de la Junta se ajustará a los requisitos establecidos en el Estado en que tenga su domicilio social.

En todo caso, el plazo de aceptación de la oferta se ampliará, cuando proceda, de forma que entre el día hábil de la celebración de la junta general que apruebe la emisión y el último día del plazo de aceptación, ambos incluidos, transcurran 15 días naturales.

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

6. En el supuesto previsto en el apartado anterior, si la sociedad oferente tiene su domicilio social en España, se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 158 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles.

Artículo 15. *Garantías de la oferta.*

1. El oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta.

2. Cuando la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en efectivo, el oferente dará cumplimiento a lo establecido en el apartado anterior aportando un aval de entidad de crédito o documentación acreditativa de la constitución de un depósito de efectivo constituido en una entidad de crédito, que garantice en su totalidad el pago de la contraprestación en efectivo frente a los miembros del mercado o sistema de liquidación y frente a los aceptantes de la oferta, y que permita su empleo por el sistema de compensación y liquidación del mercado en el que se negocien los valores objeto de la oferta, conforme a lo previsto a este efecto en la normativa aplicable a los sistemas de compensación y liquidación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá determinar mediante Circular los modelos a los que deberán ajustarse las garantías.

3. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores ya emitidos, deberá justificarse la disponibilidad de los mismos y su afectación al resultado de la oferta.

4. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores a emitir por la sociedad oferente, sus administradores deberán actuar de modo no contradictorio con la decisión de formular la oferta. Si, atendidas las circunstancias del caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores apreciara un insuficiente grado de seriedad en la formulación de la oferta podrá exigirles garantías para asegurar 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. El levantamiento de tal garantía tendrá lugar una vez acordado el aumento de capital y, en su caso, cuando hayan transcurrido seis meses desde la publicación de los anuncios a que se refiere el artículo 22 de este real decreto sin que se haya acreditado por ningún interesado la existencia de reclamaciones en vía judicial relacionadas con las mencionadas responsabilidades.

CAPÍTULO V

ANUNCIO, PRESENTACIÓN Y AUTORIZACIÓN DE LA OFERTA

Artículo 16. *Anuncio de la oferta.*

1. Cuando se trate de ofertas voluntarias, tan pronto como se haya adoptado la decisión de formular una oferta pública de adquisición y siempre que se haya asegurado que se puede hacer

frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo o previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación, el oferente deberá hacer pública y difundir esa decisión en los términos establecidos en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

2. Quien se encuentre en alguno de los supuestos señalados en los artículos 3 y 7 deberá hacerlo público y difundirlo en los términos establecidos en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incluyendo, si procede, bien su intención de solicitar una dispensa; bien su decisión de formular una oferta pública de adquisición; o bien su intención de reducir su participación por debajo del umbral que le obligue a formular la oferta. En el caso de que le sea denegada la dispensa, el oferente deberá hacer pública y difundir en los mismos términos aquí establecidos la decisión de formular la oferta.

3. Cuando la adquisición o transmisión de la titularidad o el control de los valores objeto de la oferta requiera la obtención de alguna autorización o verificación administrativa con carácter previo a su formulación, deberá indicarse esta circunstancia.

4. Cuando se haya autorizado una oferta pública de adquisición sobre una sociedad no podrá anunciarse una nueva oferta pública de adquisición voluntaria sobre la misma si ha finalizado el plazo para la presentación de una oferta competidora, hasta que no haya finalizado el plazo de aceptación de las precedentes.

5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá determinar a través de Circular el modelo al que deban ajustarse los anuncios a que se refiere el presente artículo.

Artículo 17. *Presentación de la oferta.*

1. Toda persona física o jurídica que esté obligada a formular una oferta pública de adquisición o que vaya a formular una oferta pública de las referidas en el capítulo III, deberá solicitar autorización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Para ello, será necesario un escrito de solicitud de autorización suscrito por el oferente o persona con poder para obligarle que deberá contener las principales características de la operación y que se ajustará al modelo que, en su caso, se determine mediante Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Al escrito de solicitud se acompañará la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la oferta pública adoptado por la persona u órgano competente y el folleto explicativo de la oferta, suscrito por la persona que figure como responsable, que deberá contener la información necesaria para que las personas a quienes vaya dirigida la oferta puedan formular un juicio fundado sobre ella.

El escrito de solicitud se incorporará inmediatamente al registro de información regulada previsto en el artículo 92 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

En el caso de una oferta voluntaria, se indicará si la decisión de promover la oferta pública está condicionada a su aprobación por la junta general de accionistas de la sociedad oferente y, en su caso, se aportará la documentación correspondiente en cuanto se obtenga dicha aprobación.

Los demás documentos que resulten necesarios según lo previsto en el artículo 20 podrán presentarse al tiempo de la solicitud o durante los 7 días hábiles siguientes como máximo.

2. La solicitud de autorización deberá presentarse durante el mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta de acuerdo con lo previsto en el artículo 16.1. Cuando se haya adquirido una participación de control o se hayan designado a más de la

mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, la solicitud de autorización deberá presentarse durante el mes siguiente a la fecha en la que surja la obligación de formular la oferta. Asimismo, en los supuestos señalados en el artículo 7 de este real decreto la oferta deberá presentarse, en su caso, en los tres meses siguientes a la fecha en la que se produzca la toma de control.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores revisará la solicitud de autorización y la documentación presentada y declarará, en su caso, su admisión a trámite en un plazo que no excederá de siete días hábiles desde que se completara la documentación a que hace referencia el apartado 1, notificándoselo a los interesados. Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores no se pronuncia en el plazo señalado, la solicitud se entenderá admitida a trámite.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web, el mismo día en el que tome la decisión, las admisiones a trámite, así como los casos de inadmisión, con indicación de los motivos.

4. La solicitud de autorización de una oferta no será admitida a trámite cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias, y no fuera subsanada en el plazo establecido en el apartado anterior.

a) que el folleto contenga errores esenciales o no incluya la información mínima prevista en el anexo I.

b) Que falte la documentación acreditativa de la constitución de garantías o cualquiera de los demás documentos enumerados en el artículo 20, o se presenten con errores o vicios graves.

c) Que la solicitud incumpla de forma manifiesta lo dispuesto en este real decreto.

Artículo 18. *Contenido del folleto.*

1. El folleto explicativo de la oferta, que deberá ser suscrito en todas sus hojas por persona con representación suficiente, se redactará de tal manera que resulte fácil el análisis y comprensión de su contenido y comprenderá la información establecida en el anexo del presente real decreto.

2. El folleto deberá contener cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la oferta. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir al oferente que incluya en el folleto cuanta información adicional estime necesaria y que aporte la documentación complementaria que entienda conveniente. Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá incluir en el folleto advertencias y consideraciones que faciliten su análisis y comprensión.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá eximir de la obligación de incluir en el folleto algunas de las informaciones señaladas en este artículo y en el anexo del real decreto cuando no estén a disposición del oferente, siempre que no afecten a hechos o circunstancias esenciales para formular un juicio fundado sobre la oferta.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá aprobar mediante Circular los modelos de los folletos explicativos de las ofertas que en cada caso deban presentarse.

5. Si una vez publicado el folleto se produjera alguna circunstancia que exija la incorporación de informaciones o datos adicionales, el oferente podrá aportarlos mediante un

suplemento en los términos que podrá determinar la Comisión Nacional del Mercado de Valores mediante Circular.

6. En el supuesto de que se ofrezca como contraprestación valores emitidos o a emitir, el oferente podrá optar, bien por incluir en el folleto información sobre dichos valores equivalente a la que fuera requerida en caso de realizar una oferta pública de venta o suscripción de valores, de acuerdo con lo previsto en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos; o bien, incorporar por referencia al folleto de la oferta un folleto autorizado y vigente de conformidad con dicho real decreto.

7. El folleto deberá estar redactado en castellano, salvo, en su caso, la información que se incorpore por referencia, conforme al apartado anterior. En ese caso, el resumen del folleto incorporado por referencia deberá estar traducido al castellano.

8. Además el folleto podrá contener información por referencia a uno o más documentos que hayan sido publicados previa o simultáneamente a la aprobación del folleto. Dichos documentos deberán haber sido aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o depositados en ella, o bien haber sido aprobados por o depositados en la autoridad competente de otro Estado miembro de la Unión Europea siempre que se trate del Estado de origen del emisor de los valores que se ofrezcan como contraprestación.

Artículo 19. *Validez transfronteriza del folleto.*

1. Cuando la oferta pública de adquisición no haya de ser autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el folleto explicativo autorizado por la autoridad competente de otro Estado miembro de la Unión Europea será válido para la oferta pública de adquisición de acciones de sociedades cuyas acciones se encuentren admitidas a negociación en un mercado secundario oficial en España.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir que se incluya información complementaria sobre los trámites que deben cumplirse para aceptar la oferta y recibir la contraprestación correspondiente así como sobre el régimen fiscal a que quedará sujeta la contraprestación ofrecida.

3. El folleto deberá traducirse, a elección del oferente, al castellano, a una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales o en otro idioma distinto de los anteriores que acepte la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En cualquier caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá solicitar que el oferente traduzca al castellano un resumen del mismo.

Artículo 20. *Documentación complementaria.*

1. Además del folleto explicativo de la oferta, deberán aportarse los siguientes documentos:

- a) Documentación acreditativa de la garantía de la oferta en los términos del artículo 15.
- b) Solicitud de autorización o verificación administrativa o, en su caso, documentación acreditativa de dicha autorización o verificación, si la operación lo requiere.
- c) Documentación acreditativa del precio de la oferta e informes de valoración cuando corresponda.

d) Certificados de legitimación acreditativos de la inmovilización de los valores de la sociedad afectada, en el caso que proceda.

e) Modelo de los anuncios a publicar previstos en el artículo 22 y certificación acreditativa de las otras formas de publicidad o difusión por cualquier medio de la oferta, en su caso, previstas.

2. En el supuesto en que el oferente sea una persona jurídica:

a) Certificación acreditativa de la constitución de la sociedad oferente y de sus estatutos vigentes expedida por el Registro Mercantil de que se trate en el caso de sociedades con domicilio social en España o de la forma que legalmente corresponda en los demás casos. Cuando la sociedad tenga sus acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español, esta obligación se entiende satisfecha al estar depositados sus estatutos en vigor en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad oferente y, en su caso, de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio cerrado o aprobado, salvo que se encontrara ya depositada en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o salvo que la sociedad no esté sujeta a la obligación de auditoría.

Si la sociedad oferente no tiene actividad o ha sido creada para la realización de la oferta, se aportarán las auditorías de cuentas de los estados financieros del último ejercicio cerrado o aprobado correspondientes a sus accionistas o socios de control y, en su caso de sus respectivos grupos, siempre que se trate de personas jurídicas.

En caso de que la sociedad oferente haya publicado, en cualquier forma, estados financieros posteriores al cierre de las cuentas anuales a que se refieren los párrafos anteriores, se aportarán también dichos estados financieros, salvo que se encontraran depositados en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Cuando la contraprestación consista en valores ya emitidos por una sociedad distinta de la oferente, deberá aportarse asimismo auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad emisora y, en su caso, de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio, así como los documentos previstos en la letra a) del apartado 2 con las excepciones señaladas para el caso de que dichos documentos se encuentren ya depositados en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 21. Autorización de la oferta.

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores examinará el folleto presentado y la documentación complementaria y autorizará o denegará la oferta. La Comisión podrá recabar del oferente la aportación de la información adicional necesaria.

2. El acuerdo de denegación deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de lo previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el presente real decreto y demás normativa aplicable.

3. El acuerdo de autorización o denegación deberá adoptarse en un plazo de veinte días hábiles a partir de la recepción de la solicitud.

En el caso de que los documentos complementarios se reciban después de dicha solicitud según lo dispuesto en el artículo 17 o, cuando se requieran informaciones o documentos

adicionales, el plazo señalado en el párrafo anterior se computará desde la fecha en que se registren dichos documentos o informaciones.

De acuerdo con lo previsto en el artículo 16 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá fin a la vía administrativa, siendo recurrible ante la Jurisdicción Contencioso Administrativa, sin perjuicio de la interposición, en su caso, de recurso potestativo de reposición.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores notificará el acuerdo adoptado al oferente, a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas y a la Sociedad de Bolsas así como a cualesquiera otros organismos o autoridades cuya notificación pudiera considerarse necesaria y difundirá dicho acuerdo mediante la publicación en su página web.

5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adaptar, cuando sea necesario, el procedimiento, los plazos y los demás requisitos formales aplicables a las ofertas públicas de adquisición que se formulen simultáneamente en un mercado secundario oficial español y en otro mercado de un Estado no perteneciente a la Unión Europea.

Artículo 22. *Publicación de la oferta por el oferente.*

1. Una vez notificada al oferente la autorización, deberá éste proceder, en el plazo máximo de cinco días hábiles, a la difusión pública y general de la oferta. A dicho fin habrá de publicar los anuncios correspondientes, en el «Boletín de Cotización» de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación y en todas ellas si están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español, y, como mínimo, en un periódico de difusión nacional.

2. Los anuncios, cuya repetición o ampliación podrá ser exigida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, contendrán los datos esenciales de la oferta pública que consten en el folleto y se ajustarán al modelo registrado como documento complementario del folleto e indicarán los lugares en donde dicho folleto y documentación se encuentran a disposición de los interesados.

3. En todo caso, el oferente, desde el día hábil bursátil siguiente al 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 prevista en el artículo 20 del presente real decreto.

El folleto y la demás documentación que deberá acompañarlo se considerará puesto a disposición del público cuando se publique, a elección del oferente, a través de cualquiera de los medios siguientes:

a) En uno o más periódicos de difusión nacional.

b) En un formato impreso que deberá ponerse gratuitamente a disposición del público en las Bolsas de Valores o en los mercados en los que los valores estén admitidos a negociación o en los domicilios sociales del oferente, de la sociedad afectada o de la entidad que actúe como intermediaria y liquidadora de la oferta.

c) En formato electrónico en la página web del oferente, de la sociedad afectada, de las Bolsas de Valores o mercados en los que estén admitidos a negociación los valores.

d) En formato electrónico en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el caso de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores ofrezca este servicio para los folletos que apruebe.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web, a su elección, bien todos los folletos aprobados en los 12 meses anteriores, bien la lista de tales folletos, incluyendo, si procede, un enlace hipertexto con el folleto publicado en la página web del oferente o del mercado.

5. En los casos en que el folleto se ponga a disposición mediante su publicación en formato electrónico, el oferente deberá entregar gratuitamente una copia en papel al inversor que lo solicite.

Artículo 23. *Plazo de aceptación.*

1. El plazo para la aceptación de la oferta se fijará por el oferente, no siendo inferior a quince días naturales ni superior a setenta, contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio a los que se refiere el artículo 22.

2. Siempre que no se rebase el límite máximo fijado en el apartado precedente, el oferente podrá ampliar el plazo inicialmente concedido, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La ampliación deberá anunciarse en los mismos medios en que hubiera sido publicada la oferta, al menos tres días naturales antes del término del plazo inicial, indicándose las circunstancias que la motivan.

3. El plazo de aceptación quedará ampliado automáticamente, cuando proceda, para que medien al menos 15 días naturales entre el día de la celebración de la junta general que deba aprobar la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación o decidir sobre las condiciones a las que se hubiera sujetado la oferta y el último día del plazo de aceptación.

4. En el caso de publicación de algún suplemento al folleto explicativo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar el plazo de aceptación cuando la relevancia de la información allí contenida lo exija.

5. Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar la ampliación del plazo de aceptación en los demás casos en que pueda resultar necesario. El acuerdo deberá ser motivado y fundamentarse en el buen fin de la oferta y la debida protección de sus destinatarios.

6. El plazo de aceptación así como sus ampliaciones se harán siempre públicos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web, incluyendo los motivos que las fundamentan.

Artículo 24. *Informe del órgano de administración de la sociedad afectada.*

1. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá redactar un informe detallado y motivado sobre la oferta pública de adquisición, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, y manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de estos y los miembros del órgano de administración de aquélla, así como la opinión de éstos respecto de la oferta, y la intención de aceptar o no la oferta por aquéllos que sean titulares directos o indirectos de valores afectados.

El informe comprenderá, asimismo, las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad.

Si algún miembro del órgano de administración tuviera algún conflicto de interés lo hará constar y explicará la naturaleza de dicho conflicto.

Si los miembros del órgano de administración mantienen posiciones distintas en relación a la oferta, deberán incorporarse al informe las opiniones de aquéllos que se encuentren en minoría.

En el informe se incluirán los valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la sociedad afectada o por las personas con las que actúe concertadamente y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada así como los que pudieran tener en la sociedad oferente.

2. El informe del órgano de administración de la sociedad afectada deberá ser publicado en cualquiera de las formas previstas en el artículo 22.1, por la propia sociedad, en el plazo máximo de diez días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta. Asimismo, en el mismo plazo deberá remitirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que lo incorpore al expediente de la oferta pública, y a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada. Cuando el órgano de administración de la sociedad afectada reciba dentro de los plazos señalados en este artículo un dictamen distinto de los representantes de los trabajadores en cuanto a las repercusiones sobre el empleo, éste se adjuntará al informe de la sociedad afectada.

Artículo 25. *Informaciones a los trabajadores.*

1. Tan pronto como se haya hecho pública una oferta pública de adquisición, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y el oferente informarán a los representantes de sus respectivos trabajadores, o en su defecto, a los propios trabajadores.

2. Una vez publicado el folleto explicativo de la oferta, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y el oferente lo remitirán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores.

3. Los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada y de la oferente, o en su defecto, los propios trabajadores, deberán poder obtener fácil y rápidamente el folleto explicativo de la oferta y su documentación complementaria.

4. Lo dispuesto en este real decreto se entiende sin perjuicio de lo establecido en la legislación laboral en materia de información, consulta y participación de los trabajadores.

Artículo 26. *Autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores y por las autoridades de defensa de la competencia.*

1. Cuando la oferta pública de adquisición pueda implicar la existencia de una operación de concentración económica, ya sea de dimensión europea, española u otra, será de aplicación la correspondiente normativa en materia de defensa de la competencia. Deberá acreditarse ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la correspondiente notificación a las autoridades de defensa de la competencia que sean competentes en caso de ser necesaria.

El oferente podrá optar por condicionar su oferta a la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia, de forma que:

a) Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de competencia no se oponen a la operación de concentración, la oferta surtirá plenos efectos.

b) Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de competencia declarasen improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta.

c) Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de competencia sujetaran su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir de la oferta.

d) Si antes de la expiración del plazo de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de defensa de la competencia, el oferente podrá desistir de la oferta.

En el caso de ofertas obligatorias y en tanto no haya recaído la correspondiente resolución, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta. Asimismo, si en virtud de lo dispuesto en las letras b), c) y d), el oferente desiste de la oferta, deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de votos por debajo de la participación de control, en el plazo de tres meses o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo.

Si el oferente decidiera no someter su oferta a la condición de la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia o continuar con su oferta, a pesar de no haber obtenido resolución de las autoridades de defensa de la competencia, será de aplicación lo previsto en la correspondiente normativa sobre defensa de la competencia. También será de aplicación lo allí dispuesto para las ofertas obligatorias.

2. Cuando la oferta pública de adquisición requiera de la autorización o no oposición de cualquier otro organismo o notificación previa de la operación a otro organismo, podrá presentarse la solicitud de autorización de la oferta sin haber solicitado ni obtenido la autorización, no oposición o simple notificación. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la oferta hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición, o simple notificación, salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo.

En el caso de ofertas obligatorias el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta hasta que no haya recaído la correspondiente resolución. Asimismo, cuando la resolución sea desestimatoria el oferente deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de votos por debajo de la participación de control en el plazo de tres meses desde la notificación de la correspondiente resolución o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo.

Artículo 27. *Suspensión de derechos políticos.*

1. Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 60.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, de ninguno de los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y de los valores que correspondan a quienes actúen concertadamente con él.

A tales efectos se consideran como derechos políticos derivados de los valores los siguientes: 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 éstos sean contrarios a la Ley; y, en general, todos aquéllos que no tengan un contenido exclusivamente económico.

2. Sólo podrán recuperarse los derechos políticos suspendidos de acuerdo con lo dispuesto en el apartado anterior mediante la formulación de una oferta pública de adquisición sobre la totalidad de los valores de la sociedad, en la que el precio se fije con arreglo a lo dispuesto en el artículo 10, o mediante la obtención del consentimiento unánime del resto de los titulares de los valores, manifestado individualmente.

3. La mera reventa de los valores alcanzados con infracción del deber de formular una oferta pública de adquisición no impedirá la aplicación de las sanciones administrativas correspondientes ni permitirá ejercitar los derechos políticos de los valores poseídos y que no hubieran sido enajenados. El adquirente de los valores objeto de reventa sólo podrá ejercitar los derechos políticos correspondientes a aquéllos en el supuesto de que el adquirente no mantenga con el transmitente ninguno de los vínculos contemplados en los artículos 5 y 6 del presente real decreto.

CAPÍTULO VI

DEFENSAS FRENTE A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

Artículo 28. *Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo.*

1. Desde el anuncio público de una oferta pública de adquisición a que se refiere el artículo 16 y hasta la publicación del resultado de la oferta, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada; cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos; sus respectivos miembros; así como las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y cualquiera que pudiera actuar concertadamente con los anteriores, deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, antes de emprender cualquier actuación que pueda 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 pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.

En particular, no podrán:

- a) Acordar ni iniciar ninguna emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta.
- b) Efectuar o promover, directa o indirectamente, cuando pueda impedir el éxito de la oferta, operaciones sobre los valores a los que afecte o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores.
- c) Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta.
- d) Repartir dividendos extraordinarios o remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada, salvo que los correspondientes acuerdos societarios hubieran sido aprobados con carácter previo por el órgano social competente y hechos públicos.

2. Respecto de las decisiones adoptadas antes de iniciarse el periodo contemplado en el apartado anterior y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general deberá aprobar o confirmar toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta.

3. No quedarán sujetas a la limitación establecida en este artículo:

a) La búsqueda de ofertas competidoras. Si en este proceso se diera acceso a cualquier clase de informaciones no públicas de la sociedad afectada, deberá asegurarse la igualdad entre todos los potenciales oferentes de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 46 de este real decreto.

b) Las actuaciones u operaciones que, con posterioridad al anuncio de presentación de la oferta, sean autorizadas de forma expresa por la Junta General de Accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

4. A los efectos de lo previsto en los apartados anteriores:

a) La junta general de accionistas, salvo si se trata de una junta general ordinaria, no podrá decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización o confirmación de la actuación u operación.

b) Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando las actuaciones a realizar para las que requieran la autorización o confirmación de la junta. Dicho informe deberá expresar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe. El informe será puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta.

c) En la convocatoria de la junta deberá expresarse con la debida claridad las actuaciones para las que se solicita la autorización o confirmación.

d) En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

5. Las sociedades podrán no aplicar lo dispuesto en los apartados anteriores cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a tales normas o equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la junta general, o bien, por una entidad controlada por aquella, directa o indirectamente, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Cualquier decisión que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo establecido en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, dieciocho meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

A estos efectos:

a) Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá expresar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe. El informe será puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta.

b) En la convocatoria de la junta deberá expresarse con la debida claridad la decisión que se propone a la junta.

c) En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

Artículo 29. Régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición.

1. En virtud de lo dispuesto en el artículo 60 ter.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, las sociedades deberán comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo máximo de quince días hábiles desde la celebración de la junta general, a que se refiere dicho artículo, la información sobre la decisión de aplicar las siguientes medidas de neutralización:

a) La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

b) La ineficacia, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60. bis.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

c) La ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 por ciento del capital que confiera derechos de voto.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web esa información inmediatamente.

2. La decisión de aplicar las medidas de neutralización deberá decidirse por la junta general de accionistas de la sociedad, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

A estos efectos:

a) Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá, entre otros:

(i) Describir las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales que se hayan comunicado a la sociedad;

(ii) Describir las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad y en los pactos parasociales comunicados a la sociedad;

(iii) Detallar cuales de las medidas previstas en el apartado 1 anterior proponen sean aprobadas por la junta y los términos en que se producirá la ineficacia de las restricciones.

(iv) Explicar las motivaciones que han llevado a los administradores a proponer la ineficacia de las restricciones mencionadas en los casos en que las propongan;

(v) Detallar cualquier acuerdo que se hubiera alcanzado o que se estuviera negociando por la sociedad con un potencial oferente sobre las acciones de la sociedad, o celebrado o negociado por personas distintas de la sociedad pero del que ésta hubiera tenido conocimiento;

(vi) Detallar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe.

b) El informe de los administradores deberá ser puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta.

c) En la convocatoria de la junta se expresará con la debida claridad la decisión que se propone a la junta.

d) En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

3. Sin perjuicio de la comunicación como información relevante, tanto de la convocatoria de la junta en la que se someta a votación la propuesta de acuerdos a que se refiere este artículo, como del informe de los administradores sobre la misma, y del propio acuerdo de la junta, en caso de que la junta general apruebe finalmente la ineficacia de cualquiera de las restricciones mencionadas en el apartado 1 anterior, la sociedad deberá hacerlo público y difundirlo como información relevante en los términos previstos en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y comunicarlo tanto a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su incorporación al registro previsto en el artículo 92 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, como a los supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación, o se haya solicitado la admisión.

La adopción del correspondiente acuerdo por la junta general deberá ser reflejada en el Informe Anual de Gobierno Corporativo de la Sociedad a que se refiere el artículo 116 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

4. Cuando la sociedad decida aplicar cualquiera de las medidas descritas en el apartado 1 deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados que deberá incluir en los estatutos sociales, especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla.

5. La junta general de accionistas de la sociedad, con sujeción a los mismos requisitos previstos en los apartados 1 a 3 anteriores, podrá revocar la decisión de aplicar cualquiera de las medidas de neutralización de medidas de defensa frente a las ofertas públicas de adquisición, que hubiera adoptado conforme a lo previsto en dichos apartados.

Para revocar la decisión de aplicar las medidas de neutralización previstas en el apartado 1, se exigirá el mismo quórum de asistencia o mayoría de votos que para la aplicación de esas medidas de neutralización.

6. Las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor al amparo de lo dispuesto en los apartados precedentes cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad o grupo que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes.

Cualquier medida que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, dieciocho meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

A estos efectos:

a) Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá detallar el sentido del voto de cada uno de los administradores en la aprobación del informe.

b) El informe de los administradores deberá ser puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la junta.

c) En la convocatoria de la junta se expresará con la debida claridad la decisión que se propone a la junta.

d) En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre la misma y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

CAPÍTULO VII

MODIFICACIÓN, DESISTIMIENTO Y CESACIÓN DE LOS EFECTOS DE LA OFERTA

Artículo 30. *Irrevocabilidad y condiciones de la oferta.*

1. Las ofertas públicas de adquisición serán irrevocables desde el anuncio público a que se refiere el artículo 16, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en este real decreto.

2. Las ofertas públicas de adquisición obligatorias no podrán estar sometidas a condición alguna, salvo lo dispuesto en el artículo 26 de este real decreto. Por el contrario, las ofertas públicas de adquisición voluntarias podrán estar sometidas a condición conforme a lo dispuesto en los artículos 13 y 26.

Artículo 31. *Modificación de las características de la oferta.*

1. Se podrán modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos 5 días naturales previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea porque extienda la oferta inicial a un número superior de valores, ya porque mejore la contraprestación ofrecida o porque se eliminen o minoren las condiciones a las que, en su caso, estuviera sujeta la oferta. La modificación deberá respetar el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias.

En el caso de que la mejora de la contraprestación se realice modificando la naturaleza de la misma, será necesaria la opinión de un experto independiente que lo acredite, salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje de valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este real decreto.

2. El oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de modificar su oferta, siempre que:

a) El oferente y el, o los, terceros con los que se asocie o concierte asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada.

b) La modificación de la identidad o composición del oferente y las demás variaciones se reflejen en un suplemento del folleto.

3. La decisión o acuerdo de modificación de las características de la oferta se acreditará por el oferente en el suplemento en el que figuren detalladamente las modificaciones de las características de la oferta, 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. Las modificaciones deberán describirse con la misma precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados.

4. La modificación de las condiciones de la oferta deberá ser sometida a la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que deberá resolver en un plazo no superior a tres días hábiles desde la recepción de la solicitud. Durante dicho plazo se suspenderá el cómputo del plazo de aceptación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, de considerarlo necesario para el mejor análisis de la modificación propuesta, podrá ampliar el plazo de aceptación de la oferta, publicándose dicha ampliación por la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web.

5. Aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la modificación se publicará por el oferente el siguiente día hábil a dicha aprobación.

6. Será de aplicación a la modificación lo previsto en el artículo 24, si bien el plazo para la emisión del informe del órgano de administración de la sociedad afectada será de 5 días naturales contados desde la fecha de publicación a que se refiere el anterior apartado 5. Si resultara necesario, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar convenientemente el plazo de aceptación.

7. Salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos para la aceptación de la primera oferta, se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta revisada.

8. Cuando se trate de ofertas competidoras se estará a lo establecido en el Capítulo IX de este real decreto.

Artículo 32. *Limitación de la actuación del oferente.*

1. 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 actué 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.

2. 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.

3. Sin perjuicio de lo establecido en los apartados siguientes, el oferente podrá adquirir valores de la sociedad afectada en todo momento. Ahora bien, en caso de que la oferta estuviera condicionada a la obtención de un número mínimo de aceptaciones, la adquisición de valores emitidos por la sociedad afectada por el oferente al margen de la oferta, desde el anuncio

público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma, determinará la eliminación de la condición señalada y de cualquier otra que se hubiera establecido.

4. Cuando la contraprestación de la oferta consista en valores de la sociedad afectada, o en una combinación de efectivo y valores de la sociedad afectada y el oferente o las personas concertadas con él que adquieran valores de la sociedad afectada al margen de la oferta, desde el anuncio público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma, el oferente vendrá obligado a ofrecer a todos los destinatarios de la oferta como contraprestación alternativa a la inicialmente fijada, una contraprestación en efectivo que en ningún caso podrá ser inferior al precio más alto pagado por los valores adquiridos de aquella forma. Asimismo, esta obligación será aplicable aun cuando los valores ofrecidos en la contraprestación no sean de la sociedad afectada si el oferente o las personas concertadas con él adquieran los valores ofrecidos en la contraprestación al margen de la oferta, desde el anuncio público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma. En tales casos deberán ampliarse, en cuanto proceda, las garantías que en su caso, hubiesen sido aportadas. La ampliación deberá hacerse efectiva en el plazo de tres días hábiles desde que se produjo la adquisición.

5. Cuando la contraprestación de la oferta consista exclusivamente en efectivo, la adquisición por el oferente o por personas que actúen en concierto con el mismo, de valores objeto de la oferta por precio superior al fijado en el folleto o en sus modificaciones, determinará automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos. En tales casos deberán ampliarse, en cuanto proceda, las garantías que en su caso, hubiesen sido aportadas. La ampliación deberá hacerse efectiva en el plazo de tres días hábiles desde que se produjo la adquisición.

6. Cuando el oferente o las personas que actúen en concierto con él adquieran los valores objeto de la oferta deberán comunicarlo en el mismo día a la Comisión Nacional del Mercado de Valores así como los precios pagados y acordados. Esta información tendrá la consideración de información relevante. Si resultara necesario, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar convenientemente el plazo de aceptación y adoptar las demás medidas que resulten necesarias como consecuencia de la modificación sobrevenida en las condiciones de la oferta, incluyendo, en su caso, la presentación por el oferente de un suplemento al folleto.

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.

Artículo 33. *Desistimiento y cese de efectos de la oferta.*

1. Una vez presentada una oferta voluntaria el oferente únicamente podrá desistir de la misma en los siguientes supuestos:

a) Cuando se autorice una oferta competidora, según lo dispuesto en el capítulo IX.

b) En los supuestos previstos en las letras b), c) y d) del apartado 1 del artículo 26.

c) Cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

d) Cuando, de acuerdo con lo previsto en el artículo 28, la junta general de accionistas de la sociedad afectada adopte alguna decisión o acuerdo que, a juicio del oferente, le impida mantener su oferta, siempre que el propio oferente no haya intervenido, directa o indirectamente, a favor de la adopción de dicho acuerdo y obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La misma regla se aplicará a los supuestos en los que la actuación del órgano de administración no quede sujeta a esa limitación conforme al procedimiento del artículo 28.5.

No obstante, en el caso de acuerdos de los señalados en la letra d) del artículo 28.1, el oferente podrá mantener la oferta y ajustar su contraprestación, siempre que, a la vista de las circunstancias del caso, la eventual reducción en la contraprestación nueva no exceda de lo necesario para preservar la equivalencia financiera con la antigua y obtenga la previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Cuando se trate de una oferta obligatoria, el oferente podrá desistir de la misma en los siguientes supuestos:

a) Cuando por circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) En los supuestos previstos en las letras b), c) y d) del apartado 1 del artículo 26.

c) Cuando, al término del procedimiento aplicable a las ofertas competidoras, se mantuviera una oferta competidora no sujeta a condición que mejore los términos de aquella, según lo dispuesto en el capítulo IX.

3. Las ofertas voluntarias quedarán sin efecto cuando no sean aceptadas por el número mínimo de valores al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos.

Tratándose de otras condiciones impuestas, la oferta quedará sin efecto si al finalizar el plazo de aceptación, las condiciones no se hubieran cumplido, salvo que el oferente hubiese renunciado a su cumplimiento como máximo el día anterior a la finalización del plazo de aceptación. En este último supuesto, resultará aplicable lo previsto en el artículo 31.7.

4. La decisión de desistir de la oferta, con indicación expresa y detallada de su motivo, se comunicará inmediatamente por el oferente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Igualmente se comunicarán las demás causas que dejen sin efecto la oferta.

Tales comunicaciones se harán públicas en la forma prevista en el artículo 22, en el plazo máximo de dos días hábiles desde que fueran recibidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. Una vez publicado el desistimiento de la oferta o la causa que la deje sin efecto, quedarán ineficaces las aceptaciones que se hubieren presentado, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por la aceptación.

CAPÍTULO VIII

ACEPTACIÓN DE LA OFERTA Y LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES

Artículo 34. *Declaración de aceptación de la oferta.*

1. Las declaraciones de aceptación de la oferta se realizarán de acuerdo con lo señalado en el folleto.

2. Los miembros del mercado que intervengan en la operación o las entidades que actúen por cuenta del oferente comunicarán diariamente las declaraciones de aceptación recibidas a las respectivas sociedades rectoras y al oferente.

3. Las declaraciones de aceptación podrán ser revocadas en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta.

4. Cuando existan ofertas competidoras, podrán formularse declaraciones de aceptación múltiples, siempre que en ellas se indique el orden de preferencia y las declaraciones se hagan llegar a los distintos competidores.

5. Las declaraciones de aceptación carecerán de validez si se someten a condición.

Artículo 35. *Información sobre las aceptaciones recibidas.*

1. Durante el plazo de aceptación, el oferente y la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores en que estén admitidos a negociación los valores afectados, deberán facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando ésta lo solicite, información sobre el número de aceptaciones presentadas y no revocadas de las que tuvieran conocimiento.

2. Durante el plazo previsto en el apartado anterior los interesados podrán obtener información sobre el número de aceptaciones presentadas y no revocadas, bien en el domicilio social del oferente bien en el de sus representantes.

Artículo 36. *Publicación del resultado de la oferta.*

1. En el plazo de cinco días hábiles desde la finalización del plazo de aceptación, las Sociedades Rectoras, o, en su caso, las entidades que actúen por cuenta del oferente, comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas.

2. Conocido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el total de aceptaciones, comunicará en el plazo de 2 días hábiles 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, según se haya alcanzado o no el número mínimo de valores señalados en la oferta y se hayan cumplido o no las condiciones establecidas para la eficacia de la misma. Las Sociedades Rectoras publicarán dicho resultado, con su alcance concreto, en el Boletín de Cotización correspondiente a la sesión bursátil en la que reciban la comunicación.

Artículo 37. *Liquidación de la oferta.*

1. Las ofertas públicas de adquisición que hubieran alcanzado resultado positivo cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidarán por el procedimiento establecido para ello por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear), considerándose fecha de la correspondiente operación bursátil la de la sesión a la que se refiera el Boletín de Cotización en que se publique el resultado de la oferta.

2. Cuando la contraprestación hubiera consistido en una permuta de valores, la oferta pública de adquisición se liquidará en la forma prevista en el folleto.

3. Liquidada la operación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará, en su caso, el levantamiento de la garantía ofrecida. Podrán acordarse reducciones parciales de la misma, en cuanto no perjudiquen al proceso de liquidación pendiente.

Artículo 38. *Reglas de distribución y prorrateo.*

1. Cuando el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación hubiese superado el límite máximo de la oferta, para la liquidación de la operación se aplicarán las siguientes reglas:

1.º Distribución lineal. –Se comenzará la distribución adjudicando a cada aceptación un número igual de valores, 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 de valores inferior al mencionado en el párrafo precedente se atenderán íntegramente.

2.º Distribución del exceso. –La cantidad no adjudicada según la regla anterior se distribuirá de forma proporcional al número de valores comprendidos en cada aceptación.

2. En las ofertas públicas de adquisición previstas en el artículo 12 cuyas declaraciones de aceptación hubiesen superado el límite máximo de la oferta, para la liquidación de la operación se reducirán las ofrecidas por cada accionista en proporción al número de acciones comprendidas en su aceptación.

3. Las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores coordinarán 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 de los apartados anteriores, los valores objeto de la oferta estén admitidos a negociación en varias Bolsas.

4. En todo caso, se considerará como una sola aceptación las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente, una sola persona física o jurídica.

Artículo 39. *Resultado negativo de las ofertas voluntarias.*

1. En caso de que la oferta quede sin efecto por no alcanzarse el número mínimo de valores al que se hubiera condicionado o, en general, por no haberse cumplido las condiciones impuestas, las entidades o personas que hubieran recibido las aceptaciones por cuenta del oferente estarán obligadas a la devolución de los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que les hubieran sido entregados por los aceptantes.

Todos los gastos de la devolución serán por cuenta del oferente.

2. El oferente, las sociedades pertenecientes a 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 éste, no podrán promover otra oferta pública de adquisición respecto de los mismos valores, salvo con arreglo a lo dispuesto en el capítulo IX de este real decreto, hasta transcurridos seis meses, contados a partir de la fecha de publicación del resultado en que quedó sin efecto la oferta, ni adquirir valores o alcanzar alguno de los supuestos que determina la obligación de presentar una oferta pública previstos en este real decreto.

3. Lo dispuesto en este artículo no será aplicable cuando se produzcan los supuestos de desistimiento previstos en el apartado 1 del artículo 33 de este real decreto.

CAPÍTULO IX

OFERTAS COMPETIDORAS

Artículo 40. *Definición.*

Se considerarán ofertas competidoras las ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y siempre que concurren los requisitos del artículo 42.

Artículo 41. *Autorización de la oferta competidora.*

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará las ofertas competidoras y las mejoras a que se refiere el artículo 45, siempre que cumplan las disposiciones generales de este real decreto y las específicas contenidas en este capítulo.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difundirá su decisión a través de su página web.

2. Las personas que actúen de forma concertada con el oferente o pertenezcan a su mismo grupo y aquéllas que, de forma directa o indirecta, actúen por cuenta de él, no podrán presentar una oferta competidora.

Sin perjuicio de lo anterior, el oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de mejorar su oferta, siempre que:

a) Ninguna persona o entidad participe, directa o indirectamente, en más de una oferta, ya sea como cooferente, en concierto con el oferente inicial, o de cualquier otra forma.

b) El oferente y el, o los, terceros con los que se asocie o concierte asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada.

c) La modificación de la identidad o composición del grupo oferente y las demás variaciones se reflejen en un suplemento del folleto.

3. Todas las ofertas serán tramitadas por orden de presentación, de forma que aquellas ofertas que únicamente hubieran sido comunicadas mediante el anuncio previo, se tramitarán en el orden que les corresponda en función de su fecha de presentación.

4. Si la oferta competidora se presentara antes de la publicación de los anuncios de una oferta previa a los que se refiere el artículo 22, la Comisión Nacional del Mercado de Valores 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.

Publicada la primera oferta, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dará un plazo de 10 días naturales al oferente que promovió la oferta competidora para que ratifique las condiciones de ésta o, cuando fuera necesario, las mejore en la forma que determina el artículo siguiente.

Artículo 42. *Condiciones de la oferta competidora.*

1. Toda oferta competidora deberá cumplir los siguientes requisitos:

a) Ser presentada en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación. El plazo de aceptación será, en su caso, el que resulta de las modificaciones que hubieran podido producirse como consecuencia de lo dispuesto en el artículo 44.

b) Tener por objeto un número de valores no inferior al de la última oferta precedente.

c) Mejorar la última oferta precedente, bien elevando el precio o valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número mayor de valores. En el caso de que la mejora de la contraprestación se realice modificando la naturaleza de la misma, será necesaria la opinión de un experto independiente que lo acredite, salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje de valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este real decreto.

d) Cuando la formulación de una oferta competidora sea obligatoria conforme a lo dispuesto en el capítulo II del presente real decreto, la oferta deberá cumplir además lo allí dispuesto. Si el supuesto que da lugar a la obligación de formular la oferta se produjera con posterioridad al plazo establecido en la letra a), la Comisión Nacional del Mercado de Valores ampliará los plazos contenidos en el presente Capítulo para permitir la formulación de la oferta competidora obligatoria. Dicha oferta deberá presentarse con carácter inmediato a la concurrencia del supuesto de hecho que da origen a su formulación y, en todo caso, en los cinco días hábiles siguientes.

2. Siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el apartado precedente, las ofertas competidoras, cuando su formulación no sea obligatoria, podrán condicionar su efectividad a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las precedentes. Asimismo, podrán sujetarse a cualquier otra condición en los términos establecidos en el artículo 13.2 de este real decreto.

3. Las contraprestaciones podrán adoptar cualquiera de las modalidades previstas en el artículo 14.

4. El primer oferente podrá pactar con la sociedad afectada el cobro por aquél de una comisión, en concepto de gastos de preparación de la oferta, en caso de que, por presentarse otras ofertas competidoras, la suya no prospere.

El importe de la comisión no podrá ser superior al 1 por ciento del importe total efectivo de la oferta, deberá ser aprobada por el consejo de administración, con el informe favorable de los asesores financieros de la sociedad y detallarse en el folleto explicativo de la oferta.

Artículo 43. *Declaraciones de aceptación de las ofertas competidoras.*

Las declaraciones de aceptación podrán ser múltiples de acuerdo con lo establecido en el artículo 34.4.

El procedimiento de escrutinio de las aceptaciones múltiples se regirá por las siguientes reglas:

a) Las aceptaciones se atribuirán inicialmente a las ofertas que constituyan la primera preferencia de cada aceptante.

b) Las aceptaciones de las ofertas que sean retiradas o queden sin efecto por las causas previstas en este real decreto se atribuirán a las siguientes ofertas en orden de preferencia.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer, mediante circular, el procedimiento de escrutinio, así como la forma en que sus resultados se harán públicos.

Artículo 44. *Plazo de aceptación de las ofertas competidoras.*

1. El plazo de aceptación de las ofertas competidoras será de treinta días naturales a partir del día siguiente al de publicación del primer anuncio al que se refiere el artículo 22. La presentación de una oferta competidora interrumpirá el cómputo del plazo de aceptación de la oferta, u ofertas precedentes, quedando automáticamente modificado en la medida necesaria de forma que los plazos de aceptación de todas las ofertas finalicen el mismo día.

El nuevo plazo de aceptación, único para todas las ofertas, será publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web.

2. Serán aplicables a las ofertas competidoras las ampliaciones del plazo de aceptación previstas en el artículo 23, excepto la señalada en su apartado 2.

3. El plazo de aceptación y sus ampliaciones se difundirán por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 45. *Desistimiento y modificación de las ofertas competidoras.*

1. La autorización de una oferta competidora permitirá a los oferentes de las precedentes desistir de ellas. En el caso de las ofertas obligatorias se estará a lo dispuesto en el artículo 33.2. El desistimiento deberá producirse antes de la fecha de modificación de las condiciones señalada en el apartado 3, y deberá ser comunicado de inmediato a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y anunciarse por los medios establecidos en el artículo 22.

2. Una vez autorizadas las ofertas competidoras que se hubieran presentado y hasta el momento al que se refiere el apartado 3, cualquier oferente que no haya desistido podrá modificar las condiciones de la oferta, siempre que no se haya publicado previamente el anuncio de una nueva oferta competidora.

3. El quinto día hábil desde la terminación del plazo para la presentación de ofertas competidoras de conformidad con lo establecido en el artículo 42.1 a) anterior, todos los oferentes que no hayan retirado su oferta, presentarán en sobre cerrado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores o por cualquier otro medio aceptado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores que garantice la confidencialidad de la información, una comunicación que podrá contener, bien su última mejora de acuerdo con lo previsto en el artículo 42, bien su decisión de no presentarla.

Si en la fecha señalada en el párrafo anterior subsistiera sólo una oferta, el oferente quedará dispensado de la obligación de presentar la comunicación descrita y podrá mantener o modificar su oferta en los términos previstos en el artículo 31.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores procederá a la apertura de los sobres el mismo día de su presentación o el siguiente hábil bursátil y comunicará sus condiciones a todos los oferentes y al mercado mediante la publicación en su página web.

5. En los supuestos de mejora señalados en los apartados 2 y 3 de este artículo, el oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la decisión adoptada, un suplemento al folleto en el que se detallen las modificaciones de la oferta con la misma precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados y el modelo de los anuncios a publicar.

En los tres días hábiles siguientes, cada oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la garantía complementaria que corresponda a la modificación presentada.

Si la mejora no se ajustara a lo exigido en este Real Decreto o el oferente no presentara los documentos señalados en los párrafos precedentes, la Comisión Nacional del Mercado de Valores tendrá la mejora por no efectuada y difundirá públicamente tal circunstancia.

6. El oferente inicial, si no ha retirado su oferta, podrá modificar sus condiciones expresadas según los apartados 2 y 3 si cumple los siguientes requisitos:

a) que la contraprestación ofrecida en el sobre cerrado o a través de un medio equivalente no fuese inferior en un 2 por ciento a la contraprestación más alta ofrecida en los sobres o en un medio equivalente.

b) Que mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas al menos en un 1 por ciento; bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al menos en un 5 por ciento respecto a la mejor de las competidoras. No obstante, cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este real decreto.

Esta última mejora se presentará en el plazo máximo de cinco días hábiles desde la comunicación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores prevista en el apartado 4.

7. Una vez notificada al oferente la autorización, éste deberá proceder en la fecha máxima que le indique la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la difusión de las nuevas condiciones de la oferta en los términos previstos en el artículo 22. De ser varios los oferentes que introduzcan modificaciones, tanto la autorización como la difusión de las nuevas condiciones deberán producirse en las mismas fechas.

El plazo de aceptación de las ofertas competidoras deberá extenderse hasta los 15 días naturales siguientes a la publicación de los anuncios a que se refiere el artículo 22, quedando ampliado automáticamente hasta esa fecha en la medida necesaria. La ampliación se anunciará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web.

8. Será de aplicación a las ofertas reguladas en este artículo la obligación por parte del órgano de administración de la sociedad afectada de emitir un informe, en los términos previstos en el artículo 24, si bien el plazo para la publicación del informe del órgano de administración de la sociedad afectada será de cinco días naturales contados a partir de la fecha en que se publique la modificación.

9. Sin perjuicio de lo previsto en el artículo 43, salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos inicialmente para la aceptación de cada una de las ofertas, se entenderá que los destinatarios de éstas que las hubieran aceptado con anterioridad a sus modificaciones se adhieren a las respectivas ofertas modificadas.

Artículo 46. Igualdad informativa.

1. La sociedad objeto de la oferta deberá garantizar 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.

CAPÍTULO X

COMPRAVENTAS FORZOSAS

Artículo 47. *Condiciones para las compraventas forzosas.*

1. Quien hubiera formulado una oferta pública dirigida a la totalidad de los valores podrá, una vez liquidada la oferta, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo. De igual forma, cualquiera de los titulares podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio.

Los derechos citados quedarán condicionados a que en la fecha de liquidación de la oferta, se den las dos circunstancias siguientes:

a) Que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90 por 100 del capital con derecho de voto de la sociedad afectada.

b) Que la oferta pública previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 por 100 de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

2. Se considerará precio equitativo el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública.

Artículo 48. *Procedimiento para las compraventas forzosas.*

1. El plazo máximo para exigir la venta o compra forzosa será de tres meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación.

2. En el folleto explicativo de la oferta se indicará si el oferente tiene intención de exigir la venta forzosa en caso de que se den las condiciones mencionadas en el artículo 47.

3. Dentro de los tres días hábiles siguientes al de publicación del resultado de la oferta, el oferente comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores si se dan las condiciones mencionadas en el artículo 47.

4. Tan pronto como adopte la decisión y, como máximo, dentro del plazo indicado en el apartado 1, el oferente comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores si exigirá o no la venta forzosa. Si lo hiciera, deberá fijar la fecha de la operación entre los 15 y 20 días hábiles siguientes a la comunicación de su decisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que ésta difundirá públicamente. La decisión del oferente será irrevocable.

Con carácter previo a la fecha de la operación, el oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes del ejercicio del derecho de venta forzosa.

La liquidación de la operación se hará en igual plazo que el establecido en el folleto explicativo de la oferta contado a partir de la fecha de la operación.

5. El oferente dará difusión pública y general de las características de la venta forzosa por los medios previstos en el artículo 22, en el plazo máximo de los 5 días hábiles siguientes a la fecha de publicación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los titulares de los valores afectados por la venta forzosa comunicarán al oferente a través de las entidades depositarias de sus valores, con anterioridad a la fecha de la operación, la naturaleza de la contraprestación que, en su caso, hubieran elegido. En ausencia de comunicación y siempre que exista esta alternativa, se entenderá que optan por la contraprestación en efectivo.

6. Las solicitudes de compra forzosa recibidas por el oferente, se liquidarán en iguales plazos que los fijados en el folleto explicativo para la liquidación de la oferta, contados a partir de la recepción de cada solicitud.

7. Las entidades encargadas de la liquidación estarán obligadas a realizar los traspasos de los valores y del efectivo que sean necesarios para consumir la venta o la compra forzosas en los plazos previstos en los apartados 4 y 6 anteriores.

8. En el caso de venta forzosa, todos los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán por cuenta del oferente.

En la operación de compra forzosa, los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán por cuenta de los vendedores.

9. Una vez acreditada la liquidación de las operaciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores se podrá retirar la garantía.

10. La realización de la operación de venta forzosa determinará la exclusión de negociación de los valores afectados. Dicha exclusión será efectiva a partir de la liquidación de la operación.

Si como consecuencia de la realización de las operaciones de compra forzosa el oferente pasara a ser titular de todos los valores, éstos quedarán igualmente excluidos de negociación a partir de la liquidación de la última operación, salvo si la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a solicitud del oferente, le concede un plazo de un mes para restablecer el cumplimiento de los requisitos de difusión y liquidez del valor en cuestión. Transcurrido dicho plazo, sin que se produzca tal restablecimiento, los valores quedaran excluidos de negociación automáticamente.

11. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer, mediante Circular, los demás extremos que juzgue necesarios para la aplicación del procedimiento descrito en este artículo.

CAPÍTULO XI

RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

Artículo 49. *Supervisión, inspección y sanción.*

Las personas o entidades que promuevan una oferta pública de adquisición, las sociedades afectadas, las sociedades y agencias de valores o las entidades de crédito 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 24/1988, de 28 de junio, del Mercado de Valores.

Artículo 50. *Deber de abstención.*

Las sociedades y agencias de Valores o las entidades de crédito, así como 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 ofertas públicas de adquisición, deberán abstenerse de intervenir en ellas.

Disposición adicional primera. *Oferta obligatoria para determinados aumentos en la participación en una sociedad cotizada.*

Quien a la entrada en vigor de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores poseyera, directa o indirectamente, según lo dispuesto en el artículo 3.1 del real decreto un porcentaje de derechos de voto en una sociedad cotizada igual o superior al 30 por 100 e inferior al 50 por 100 quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición obligatoria, sujeta a los términos, condiciones y excepciones establecidos en el presente real decreto para las ofertas públicas obligatorias recogidas en el capítulo II, cuando, con posterioridad a la entrada en vigor de la indicada Ley, se dé alguna de las siguientes circunstancias:

a) Que adquiriera en un solo acto o en actos sucesivos acciones de dicha sociedad hasta incrementar su participación en, al menos, un 5 por 100 en un período de doce meses.

b) Que alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50 por 100.

c) Que adquiriera una participación adicional y designe, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6 de este real decreto, en los 24 meses siguientes a la adquisición un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

Disposición adicional segunda. *Publicación del calendario de días de negociación.*

A los efectos del cómputo de los días hábiles bursátiles, la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará anualmente en su página web el calendario de días de negociación vigente en los mercados secundarios oficiales.

Disposición transitoria única. *Régimen transitorio para determinadas ofertas públicas de adquisición.*

1. El presente Real Decreto se aplicará a las ofertas públicas de adquisición cuya solicitud de autorización haya sido presentada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y no haya sido autorizada con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

2. Sin perjuicio de lo señalado en el apartado anterior, en el supuesto de presentación de ofertas competidoras respecto de las ofertas autorizadas antes de la entrada en vigor de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá, previa presentación

del correspondiente suplemento del folleto, modificar las autorizaciones dadas con objeto de adaptar las ofertas precedentes al régimen vigente contenido en la citada Ley y el presente Real Decreto.

Disposición derogatoria única. *Derogaciones normativas.*

Quedan derogados el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, así como cuantas normas de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en el presente real decreto.

Disposición final primera. *Incorporación de derecho de la Unión Europea.*

Mediante este real decreto se completa la incorporación al Derecho español 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.

Disposición final segunda. *Títulos competenciales.*

Este real decreto se dicta al amparo de los títulos competenciales previstos en el artículo 149.1.6.^a, 11.^a y 13.^a de la Constitución.

Disposición final tercera. *Habilitación normativa.*

Se habilita al Ministro de Economía y Hacienda, y con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores a dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo, ejecución y cumplimiento de lo previsto en este real decreto.

Disposición final cuarta. *Entrada en vigor.*

El presente real decreto entrará en vigor el 13 de agosto de 2007.

ANEXO

Contenido del folleto

ÍNDICE Y RELACIÓN DE DOCUMENTOS COMPLEMENTARIOS

Introducción y advertencias si la operación lo requiere

CAPÍTULO I

PERSONAS RESPONSABLES DEL FOLLETO.

a) Nombre y cargo de las personas responsables del folleto y en su caso, de las partes concretas sobre las que asumen la responsabilidad.

b) Declaración de los responsables asegurando que los datos e informaciones comprendidos en el folleto son verídicos, no se incluyen datos o informaciones que puedan inducir a error y no existen omisiones susceptibles de alterar su contenido.

ACUERDOS, ÁMBITO Y LEGISLACIÓN APLICABLES.

a) Acuerdos y decisiones del oferente para la formulación de la oferta y apoderamiento a las personas responsables del folleto.

b) Ámbito de la oferta, legislación aplicable y autoridad competente con indicación detallada de las normas aplicables en función de lo dispuesto en el artículo 1 de este real decreto.

c) Mercados en los que se formulará la oferta.

d) Indicación de la legislación nacional que regirá los contratos celebrados entre el oferente y los titulares de valores de la sociedad afectada como consecuencia de la oferta, y de los órganos jurisdiccionales competentes.

INFORMACIÓN SOBRE LA SOCIEDAD AFECTADA.

a) Denominación social y comercial. Domicilio social y dirección.

b) Composición del capital social. Otros valores que puedan dar derecho a la adquisición o suscripción de acciones. Derechos de voto de los valores. Mercados en los que se encuentran admitidas a negociación las acciones y los demás valores cotizados.

c) Estructura de los órganos de administración, dirección y control con indicación de sus respectivos cargos y de las acciones y los demás valores de la sociedad afectada pertenecientes a los miembros de dichos órganos.

d) Estructura accionarial de la sociedad afectada y pactos parasociales.

e) Limitaciones al derecho de voto y restricciones de acceso a los órganos de administración contempladas en los estatutos sociales.

f) Acuerdos relativos a la aplicación de las medidas de neutralización y compensaciones previstas por la sociedad afectada.

INFORMACIÓN SOBRE EL OFERENTE Y SU GRUPO.

a) Personalidad jurídica, denominación social y comercial, domicilio social, dirección, fecha de constitución, período de actividad y objeto social. Si se trata de una persona física, nombre y domicilio.

b) Composición del capital social. Otros valores que puedan dar derecho a la adquisición o suscripción de acciones. Derechos de voto de los valores. Mercados en los que se encuentran admitidas a negociación, en su caso, las acciones y los demás valores cotizados.

c) Estructura de los órganos de administración, dirección y control con indicación de sus respectivos cargos y de las acciones y los demás valores de la sociedad oferente pertenecientes a los miembros de dichos órganos.

d) Identidad de los principales accionistas o socios del oferente con indicación de los valores, derechos de voto y personas que ejercen el control individualmente o de forma concertada. Cuando el oferente no esté controlado por ninguna persona, se indicará expresamente.

e) Identidad de las personas físicas o jurídicas que actúen en concierto con el oferente y descripción de los pactos u otras relaciones que originan la actuación concertada. Si no existe ninguna persona que actúe concertadamente con el oferente, se indicará expresamente.

f) Limitaciones al derecho de voto y restricciones de acceso a los órganos de administración contempladas en los estatutos sociales.

g) Acuerdos relativos a la aplicación de las medidas de neutralización o equivalentes y compensaciones previstas por la sociedad oferente.

h) Entidades que pertenezcan al mismo grupo que el oferente, con indicación de la estructura del grupo. En su defecto, declaración negativa.

ACUERDOS SOBRE LA OFERTA Y LA SOCIEDAD AFECTADA.

a) Descripción completa de todos los acuerdos o pactos de cualquier naturaleza entre el oferente y los accionistas y miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada, y ventajas reservadas por el oferente a dichos miembros. En su defecto, declaración negativa.

Si la declaración del párrafo anterior no fuese negativa, valores y derechos de voto de la sociedad oferente pertenecientes a los miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y a los accionistas integrantes del acuerdo.

b) Miembros pertenecientes a los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y de la sociedad oferente simultáneamente.

c) Acciones y otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción de la sociedad oferente pertenecientes, directa o indirectamente, a la sociedad afectada, con indicación de los derechos de voto y declaración negativa en su defecto.

VALORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA PERTENECIENTES AL OFERENTE.

a) Acciones y otros valores que den derecho a su suscripción o adquisición de la sociedad afectada que pertenezcan, directa o indirectamente, al oferente, a sus administradores, a los administradores de las sociedades controladas pertenecientes a su grupo, a sus accionistas o socios de control, y a otras personas que actúen por cuenta del oferente o concertadamente con él, con indicación de los derechos de voto correspondientes.

b) Autocartera de la sociedad afectada.

OPERACIONES CON VALORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA.

a) Tipo, fecha y precio o contraprestación de las operaciones, al contado o a plazo, realizadas por el oferente y quienes actúen concertadamente con él durante los últimos 12 meses anteriores al anuncio previo de la oferta.

Con idéntico detalle, se informará de las operaciones referidas al periodo transcurrido desde el anuncio previo de la oferta hasta su presentación y de las realizadas posteriormente, hasta la autorización.

Si existiera algún acuerdo sobre la oferta o la sociedad afectada con sus accionistas o administradores, la información de este apartado se extenderá a todas las personas integrantes del acuerdo.

Si no existiera ninguna operación, se indicará expresamente.

b) De existir algún acuerdo con la sociedad afectada, se indicarán también las operaciones de autocartera de esta última en el periodo señalado en la letra a) anterior.

ACTIVIDAD Y SITUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DEL OFERENTE.

a) Información sobre la actividad y situación económico-financiera de la sociedad oferente correspondiente al último ejercicio cerrado y auditado, con identificación de su patrimonio, cifra de negocios, activos totales, endeudamiento financiero neto y resultados, y referencia expresa a cualquier salvedad o indicación relevante que conste en los informes de auditoría.

Cuando la sociedad oferente forme parte de un grupo, la citada información deberá referirse no sólo a la sociedad oferente, sino también a los estados financieros del grupo consolidado.

En el caso de que la sociedad oferente no tenga actividad o haya sido creada para la realización de la oferta, las informaciones de este párrafo deberán referirse a sus accionistas o socios de control.

b) Se incluirán también los datos anteriormente señalados, referidos al periodo posterior al cierre de las últimas cuentas anuales en la medida que se hayan hecho públicos.

CAPÍTULO II

VALORES A LOS QUE SE DIRIGE LA OFERTA.

a) Número y descripción de los valores o clases de valores a los que se dirige la oferta y derechos de voto correspondientes.

b) Número y descripción de los valores o clases de valores que hayan sido inmovilizados con el fin de impedir su transmisión por cualquier medio durante la oferta, derechos de voto correspondientes e identidad de sus titulares.

c) Número y descripción de los valores o clases de valores a los que se extiende de modo efectivo la oferta una vez deducidos los que hubieran sido inmovilizados y derechos de voto correspondientes,, indicando, en su caso, el porcentaje o número máximo y mínimo de valores que el oferente se compromete a adquirir.

d) Distribución de los valores y respectivos derechos de voto entre los distintos oferentes, en su caso.

CONTRAPRESTACIÓN OFRECIDA.

a) Contraprestación ofrecida por cada valor o clase de valores y forma en que se hará efectiva.

Si la sociedad afectada ha anunciado algún dividendo cuyo pago se va a producir durante el plazo de aceptación de la oferta, deberá indicarse si el importe bruto de dicho dividendo será deducido o no de la contraprestación ofrecida.

b) Justificación de la contraprestación y método de valoración utilizado para determinar el precio equitativo cuando proceda.

c) Cuando la contraprestación consista total o parcialmente en canje por otros valores, se incluirá, además:

Información sobre las proporciones en que haya de producirse el canje.

Precio equivalente en efectivo que resulta de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores ofrecidos, correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta.

Informe de experto independiente que determine el precio en dinero de los valores ofrecidos en canje cuando se trate de valores a emitir por la propia sociedad oferente y su capital no esté total o parcialmente admitido a negociación en un mercado oficial español o en un mercado regulado de algún Estado miembro de la Unión Europea, o cuando se ofrezcan valores no admitidos a negociación en dichos mercados.

d) Compensación ofrecida a cambio de las medidas de neutralización que puedan resultar ineficaces como consecuencia de lo establecido en el artículo 29 de este real decreto, especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla.

CONDICIONES A LAS QUE ESTÁ SUJETA LA OFERTA.

a) Descripción de las condiciones a las que esté sujeta la oferta o declaración negativa si no existiera ninguna.

b) Limitaciones o restricciones, reglamentarias, propias o impuestas por terceros, que el oferente pueda tener para una posible renuncia a dichas condiciones en caso de que no se cumplieran.

c) Previsiones del oferente sobre la posible renuncia a las condiciones e impacto de dicha renuncia en la oferta, en su finalidad y en las demás previsiones contenidas en el folleto.

GARANTÍAS Y FINANCIACIÓN DE LA OFERTA.

a) Tipo de garantías constituidas por el oferente para la liquidación de la oferta, identidad de las entidades financieras con las que hayan sido constituidas e importe.

b) Fuentes de financiación de la oferta y principales características y condiciones de dicha financiación, incluyendo en caso de financiación ajena la identidad de los acreedores financieros y la previsión del oferente para atender el servicio financiero de la deuda.

c) Efectos de la financiación sobre la sociedad afectada. Si el oferente prevé que el pago de los intereses de la financiación de la oferta, su refinanciación o sus garantías dependerán

del negocio de la sociedad afectada, deberá indicarse expresamente e incluirse una descripción detallada de los acuerdos de financiación. De lo contrario, deberá hacerse una declaración negativa.

CAPÍTULO III

PROCEDIMIENTO DE ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN.

- a) Plazo de aceptación de la oferta.
- b) 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.
- c) 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.
- d) Plazos para la renuncia a las condiciones a las que, en su caso, esté sujeta la eficacia de la oferta.
- e) Designación de las entidades o intermediarios financieros que actúen por cuenta del oferente en el procedimiento de aceptación y liquidación.
- f) Formalidades que deben cumplir los titulares de los valores para solicitar la compra forzosa de los valores afectados por la oferta y elegir, en su caso, la naturaleza de la contraprestación en el caso de que se den las condiciones indicadas en el artículo 47 de este real decreto.

CAPÍTULO IV

FINALIDAD DE LA OPERACIÓN.

- a) Finalidad perseguida con la adquisición.
- b) Planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras y la localización de los centros de actividad de la sociedad afectada y su grupo para un horizonte temporal mínimo de 12 meses.
- c) Planes estratégicos e intenciones respecto al mantenimiento de los puestos de trabajo del personal y directivos de la sociedad afectada y su grupo, incluyendo cualquier cambio importante en las condiciones de trabajo para un horizonte temporal mínimo de 12 meses.
- d) Planes relativos a la utilización o disposición de activos de la sociedad afectada; variaciones previstas en su endeudamiento financiero neto.
- e) Planes relativos a la emisión de valores de cualquier clase por la sociedad afectada y su grupo.
- f) Reestructuraciones societarias de cualquier naturaleza previstas.
- g) Política de dividendos.
- h) Planes sobre la estructura, composición y funcionamiento de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y su grupo. Previsiones sobre la designación de miembros en dichos órganos por el oferente.
- i) Previsiones relativas al mantenimiento o modificación de los estatutos de la sociedad afectada o de las entidades de su grupo.

j) Intenciones con respecto al mantenimiento de la cotización de los valores de la sociedad afectada o, en su caso, la exclusión y compromisos para la adopción, en los 6 meses siguientes a la liquidación de la oferta, de las medidas que permitan el mantenimiento o la exclusión en bolsa, en función de las intenciones manifestadas.

k) Intención de aplicar o no el derecho de venta forzosa previsto en el artículo 47 de este real decreto.

l) Intenciones relativas a la transmisión de valores de la sociedad afectada, indicando si existe algún acuerdo a este respecto con otras personas y los valores de la sociedad afectada que pertenecen, en su caso, a dichas personas.

m) En la medida en que la sociedad oferente se vea afectada por la oferta, deberán incluirse las informaciones a que se refieren los párrafos anteriores de este Capítulo referidas a la propia sociedad oferente y su grupo.

n) Cuando el oferente sea una sociedad cotizada deberá indicarse el impacto de la oferta y su financiación sobre sus principales magnitudes financieras.

CAPÍTULO V

AUTORIZACIONES Y OTRAS INFORMACIONES O DOCUMENTOS.

a) Posibilidad o no de que el resultado de la oferta quede afectado por la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, por el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo de las Comunidades Europeas o por otras normas de defensa de la competencia y, en su caso, eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente, con indicación de sus posibles consecuencias de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 26 y 33 de este real decreto.

b) Detalle de las autorizaciones o verificaciones administrativas, distintas de la correspondiente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, obtenidas con carácter previo a la formulación de la oferta.

Si como consecuencia de la adquisición o transmisión de la titularidad o el control de los valores resultantes de la oferta, el oferente requiriese alguna autorización o verificación administrativa, que se encuentra pendiente de obtención o de solicitud, se informará de esta circunstancia, de las actuaciones que pretenda o deba iniciar y de los efectos previstos para el supuesto de incumplimiento o falta de obtención.

c) En las ofertas formuladas como permuta, el folleto de la oferta deberá contener información adicional equivalente a la del folleto informativo previsto en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre salvo que exista un documento de registro o folleto informativo del emisor de los valores entregados en canje, válido según lo dispuesto en los artículos 27, 30 y 31 de dicho Real Decreto.

d) Lugares donde podrá consultarse el folleto y los documentos que lo acompañan.

5. DIRECTIVA 2004/25/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 21 DE ABRIL DE 2004 RELATIVA A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (Texto pertinente a efectos del EEE)

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, y en particular el apartado 1 de su artículo 44,

Vista la propuesta de la Comisión¹,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social Europeo²,

De conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado³,

Considerando lo siguiente:

(1) Conforme a la letra g) del apartado 2 del artículo 44 del Tratado, es preciso coordinar, haciéndolas equivalentes en toda la Comunidad, determinadas garantías que los Estados miembros exigen a las sociedades sujetas al Derecho de un Estado miembro y cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro, a fin de proteger los intereses tanto de los socios como de terceros.

(2) Es necesario proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades que estén sujetas al Derecho de un Estado miembro cuando éstas sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control y al menos parte de sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado en un Estado miembro.

(3) Debe haber claridad y transparencia a escala de la Comunidad en relación con las cuestiones jurídicas que han de resolverse en caso de ofertas públicas de adquisición e impedir que los planes de reestructuración de sociedades en la Comunidad se vean falseados por diferencias arbitrarias en las culturas de administración y gestión.

1 DO C 45 E de 25.2.2003, p.1.

2 DO C 208 de 3.9.2003, p.55.

3 Dictamen del Parlamento Europeo de 16 de diciembre de 2003 (no publicado aún en el Diario Oficial), y Decisión del Consejo de 30 de marzo de 2004.

(4) Habida cuenta de las funciones de interés público de los bancos centrales de los Estados miembros, parece inconcebible que puedan ser objeto de una oferta pública de adquisición. Dado que, por razones históricas, los valores de algunos bancos centrales cotizan en un mercado regulado de un Estado miembro, es necesario excluirlos expresamente del ámbito de aplicación de la presente Directiva.

(5) Cada uno de los Estados miembros deberá designar a una o varias autoridades que se encarguen de supervisar los aspectos de la oferta regulados por la presente Directiva y velen por que las partes de dicha oferta cumplan las normas adoptadas en aplicación de la presente Directiva. Las distintas autoridades deben colaborar entre sí.

(6) Para ser eficaz, la normativa sobre ofertas públicas debe ser flexible y adaptable a las nuevas circunstancias que vayan surgiendo, y, por tanto, prever la posibilidad de excepciones y cláusulas de inaplicación. No obstante, a la hora de aplicar cualquier norma o excepción establecida o de conceder el beneficio de cualquier cláusula de inaplicación, las autoridades supervisoras deben respetar determinados principios generales.

(7) La supervisión debe poder ser efectuada por organismos de autorregulación.

(8) De conformidad con los principios generales del Derecho comunitario y, en particular, el de tutela judicial efectiva, las decisiones de las autoridades supervisoras deberán poder someterse, en las circunstancias oportunas, al control de una jurisdicción independiente. Sin embargo, debe dejarse en manos de los Estados miembros la labor de determinar si cabe establecer derechos que puedan hacerse valer en los procedimientos administrativos o judiciales, ya sean contra una autoridad supervisora o entre las partes de una oferta.

(9) Los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, los que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio del control de su sociedad. Es preciso que dicha protección se garantice mediante la imposición a todo comprador que haya adquirido el control de una sociedad de la obligación de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores adquirir la totalidad de sus títulos a un precio equitativo que sea objeto de definición común. Los Estados miembros deben poder establecer medios suplementarios para la protección de los intereses de los titulares de valores, tales como la obligación de presentar una oferta parcial cuando el oferente no adquiera el control de la sociedad o la obligación de presentar una oferta simultáneamente a la adquisición del control de la sociedad.

(10) La obligación de presentar una oferta a todos los titulares de valores no debe aplicarse a aquellos cuyas participaciones ya les confieran el control de sociedades en el momento de la entrada en vigor de la legislación nacional de transposición de la presente Directiva.

(11) La obligación de presentar una oferta no se aplicará en caso de adquisición de valores sin derecho de voto en juntas generales ordinarias. Sin embargo, los Estados miembros deben poder establecer que la obligación de formular una oferta a todos los titulares de valores no sólo se refiera a los valores con derecho de voto, sino también a los valores que sólo confieran derecho de voto en determinadas circunstancias o que no confieran derechos de voto.

(12) A fin de limitar el riesgo de operaciones con información privilegiada, debe exigirse a los oferentes que anuncien lo antes posible su decisión de presentar una oferta y que informen de ésta a la autoridad supervisora.

(13) Los titulares de valores deben ser debidamente informados de las condiciones de la oferta por medio de un folleto de oferta. Al mismo tiempo deberá facilitarse información adecuada a los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada o, en su defecto, directamente a los propios trabajadores.

(14) Deben establecerse normas que regulen el plazo de aceptación de la oferta.

(15) Para poder desempeñar satisfactoriamente sus funciones, las autoridades supervisoras deben poder exigir en todo momento a las partes de la oferta que faciliten información a su respecto y que cooperen y faciliten de modo inmediato y eficaz información a las demás autoridades de supervisión de los mercados de capitales.

(16) Para evitar toda operación que pueda frustrar la oferta, es preciso limitar los poderes del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de emprender operaciones de carácter excepcional, sin que ello constituya un obstáculo indebido para que la sociedad afectada desarrolle su línea habitual de actividades.

(17) Debe imponerse al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada la obligación de publicar un documento en el que exponga su opinión sobre la oferta y los motivos en que esa opinión se fundamenta, así como su parecer sobre las repercusiones de la oferta en todos los ámbitos de interés para la sociedad y, en particular, en el empleo.

(18) A fin de dotar de mayor utilidad a las disposiciones vigentes en materia de libre negociación de los valores de las sociedades contempladas en la presente Directiva y libre ejercicio del derecho de voto, es importante que las estructuras y mecanismos de defensa previstos por dichas sociedades sean transparentes y que dichas estructuras y mecanismos se presenten periódicamente en un informe dirigido a la junta general de accionistas.

(19) Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para brindar a todo oferente la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de éstas. A tal efecto, deben suprimirse las restricciones a la transmisibilidad de valores, las limitaciones de voto, los derechos especiales de nombramiento y los derechos de voto múltiple durante el plazo de aceptación de la oferta, y cuando la junta general de accionistas decida sobre medidas de defensa, sobre la modificación de los estatutos de la sociedad o sobre el nombramiento o la revocación de miembros del órgano de administración o dirección en la primera junta general de accionistas tras cerrarse la oferta. Cuando los titulares de valores sufran una pérdida como resultado de la supresión de derechos, debe ofrecerse una compensación equitativa con arreglo a las modalidades técnicas que establezcan los Estados miembros.

(20) Todos los derechos especiales en sociedades de los que sean titulares los Estados miembros deben considerarse en el marco de la libre circulación de capitales y de las disposiciones pertinentes del Tratado. Cuando estén previstos en el Derecho nacional, público o privado, los derechos especiales en sociedades de los que sean titulares los Estados miembros deben quedar exentos de la aplicación de la regla de neutralización, siempre y cuando sean compatibles con el Tratado.

(21) Habida cuenta de las diferencias existentes en los mecanismos y estructuras del Derecho de sociedades de los Estados miembros, éstos deben estar autorizados a no exigir a las sociedades establecidas en su territorio que apliquen aquellas disposiciones de la presente Directiva que limitan los poderes del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada durante el plazo de aceptación de la oferta, así como aquellas disposiciones que dejen sin efecto

las barreras previstas en los estatutos de la sociedad o en acuerdos específicos. En tal caso, los Estados miembros deben al menos ofrecer a las sociedades establecidas en su territorio la opción reversible de aplicar dichas disposiciones. Sin perjuicio de los acuerdos internacionales de los que sea parte la Comunidad Europea, los Estados miembros deben estar autorizados a no exigir a las sociedades que aplican estas disposiciones en virtud de disposiciones opcionales que las apliquen cuando sean objeto de una oferta formulada por sociedades que no aplican dichas disposiciones como consecuencia de esas mismas disposiciones opcionales.

(22) Es preciso que los Estados miembros establezcan normas que regulen el supuesto de caducidad de la oferta, definan el derecho del oferente a modificar su oferta, contemplen la posibilidad de ofertas competidoras por los valores de una sociedad, definan el procedimiento de publicación del resultado de la oferta y estipulen la irrevocabilidad de la misma y las condiciones permitidas.

(23) La información y consulta de los representantes de los trabajadores de la sociedad oferente y de la sociedad afectada debe regularse por las disposiciones nacionales pertinentes, en particular, las adoptadas en aplicación de la Directiva 94/45/CE del Consejo, de 22 de septiembre de 1994, sobre la constitución de un comité de empresa europeo o de un procedimiento de información y consulta a los trabajadores en las empresas y grupos de empresas de dimensión comunitaria⁴, de la Directiva 98/59/CE del Consejo, de 20 de julio de 1998, relativa a la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros que se refieren a los despidos colectivos⁵, de la Directiva 2001/86/CE del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por la que se completa el Estatuto de la sociedad anónima Europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores⁶, y de la Directiva 2002/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2002, por la que se establece un marco general relativo a la información y a la consulta de los trabajadores en la Comunidad Europea — Declaración conjunta del Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión relativa a la representación de los trabajadores⁷. Sin embargo, es importante prever la posibilidad de que los trabajadores de las sociedades afectadas o sus representantes puedan pronunciarse sobre las posibles repercusiones de la oferta en el empleo. Sin perjuicio de las disposiciones 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 del mercado)⁸, los Estados miembros pueden aplicar o introducir en todo momento disposiciones nacionales en materia de información y consulta de los representantes de los trabajadores de la sociedad oferente antes de la presentación de la oferta.

(24) Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para permitir que todo oferente que haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, pueda exigir a los titulares de los valores restantes que le vendan dichos valores. Del mismo modo, cuando un oferente haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, los titulares de los valores restantes deben tener la posibilidad de obligarle a comprar dichos valores. Estos procedimientos de venta y

4 DO L 254 de 30.9.1994, p. 64; Directiva modificada por la Directiva 97/74/CE (DO L 10 de 16.1.1998, p. 22).

5 DO L 225 de 12.8.1998, p. 16.

6 DO L 294 de 10.11.2001, p. 22.

7 DO L 80 de 23.3.2002, p. 29.

8 DO L 96 de 12.4.2003, p. 16.

compra forzosas deben aplicarse únicamente en condiciones específicas vinculadas a las ofertas públicas de adquisición. En otras circunstancias, los Estados miembros pueden continuar aplicando las disposiciones nacionales en materia de procedimientos de venta y compra forzosas.

(25) Dado que los objetivos de la acción pretendida, a saber, definir orientaciones mínimas en materia de ofertas públicas de adquisición y garantizar un grado de protección suficiente a los titulares de valores de toda la Comunidad, no pueden ser alcanzados de manera suficiente por los Estados miembros debido a la necesidad de transparencia y seguridad jurídica cuando las adquisiciones o tomas de control sean de dimensiones transfronterizas, y pueden, por consiguiente, lograrse mejor a nivel comunitario, la Comunidad puede adoptar medidas conforme al principio de subsidiariedad consagrado en el artículo 5 del Tratado. Conforme al principio de proporcionalidad enunciado en dicho artículo, la presente Directiva no excede de lo necesario para alcanzar dichos objetivos.

(26) La adopción de una Directiva es el procedimiento más adecuado para crear un marco que establezca ciertos principios comunes y un reducido número de requisitos generales a los que los Estados miembros habrán de dar cumplimiento mediante normas más detalladas, según sus sistemas nacionales y su contexto cultural.

(27) Sin embargo, los Estados miembros deben disponer sanciones a toda infracción de las medidas nacionales de transposición de la presente Directiva.

(28) De forma ocasional, puede presentarse la necesidad de orientaciones técnicas y medidas de aplicación de las disposiciones que establece la presente Directiva, con el fin de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros. Para algunas disposiciones, la Comisión debe estar autorizada a adoptar medidas de aplicación, siempre y cuando dichas medidas no modifiquen los elementos esenciales de la presente Directiva y la Comisión respete los principios que se establecen en ella, previa consulta al Comité europeo de valores establecido por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión⁹. Las medidas necesarias para la ejecución de la presente Directiva deben aprobarse con arreglo a la Decisión 1999/468/CE del Consejo, de 28 de junio de 1999, por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión¹⁰, y teniendo debidamente en cuenta la declaración de la Comisión ante el Parlamento Europeo de 5 de febrero de 2002 sobre la aplicación de la legislación relativa a los servicios financieros. Para las demás disposiciones, es importante confiar a un comité de contacto la misión de asistir a los Estados miembros y a las autoridades supervisoras en la aplicación de la presente Directiva y de asesorar a la Comisión, cuando proceda, sobre las adiciones o modificaciones que deban introducirse en la presente Directiva. Para cumplir estos cometidos, el comité de contacto puede utilizar la información que faciliten los Estados miembros de conformidad con la presente Directiva, relativa a las ofertas públicas de adquisición que hayan tenido lugar en sus mercados regulados.

(29) Es preciso que la Comisión facilite el proceso que conduzca a una armonización justa y equilibrada de las normas en materia de ofertas públicas de adquisición en la Unión Europea, para lo cual debe poder presentar oportunamente propuestas de revisión de la presente Directiva.

9 DO L 191 de 13.7.2001, p. 45; Decisión modificada por la Decisión 2004/8/CE (DO L 3 de 7.1.2004, p. 33).

10 DO L 184 de 17.7.1999, p.23.

HAN ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

Artículo 1. *Ámbito de aplicación*

1. La presente Directiva contempla medidas de coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas, los códigos de prácticas u otros instrumentos de los Estados miembros, incluidos los establecidos por organismos oficialmente habilitados para regular los mercados (en lo sucesivo denominadas «las normas»), relativos a las ofertas públicas de adquisición de valores de una sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado a efectos de la Directiva 93/22/CEE¹¹ en uno o varios Estados miembros (en lo sucesivo denominado «el mercado regulado»).

2. La presente Directiva no se aplicará a las ofertas públicas de adquisición de valores emitidos por sociedades cuyo objeto sea la inversión colectiva de capitales aportados por el público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y cuyas acciones, a petición de los titulares, se readquieran o reembolsen directa o indirectamente a cargo de los activos de dichas sociedades. Se asimila a semejantes readquisiciones o reembolsos el hecho de que una sociedad de inversión colectiva actúe de manera que el valor de sus participaciones en bolsa no se aparte sensiblemente de su valor de inventario neto.

3. La presente Directiva no se aplicará a las ofertas públicas de adquisición de valores emitidos por los bancos centrales de los Estados miembros.

Artículo 2. *Definiciones*

1. A efectos de la presente Directiva se entenderá por:

a) «oferta pública de adquisición» u «oferta»: oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional;

b) «sociedad afectada»: la sociedad cuyos valores sean objeto de una oferta;

c) «oferente»: toda persona física o jurídica, de Derecho público o privado, que presente una oferta;

d) «personas que actúen de concierto»: las personas físicas o jurídicas que colaboren con el oferente o con la sociedad afectada en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin, bien de obtener el control de la compañía afectada o bien de impedir el éxito de la oferta;

e) «valores»: los valores mobiliarios que confieran derechos de voto en una sociedad;

f) «partes de la oferta»: el oferente, los miembros del órgano de administración o dirección del oferente cuando se trate de una sociedad, la sociedad afectada, los titulares de valores de

11 Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DO L 141 de 11.6.1993, p. 27); Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 35 de 11.2.2003, p. 1).

la sociedad afectada y los miembros del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada y las personas que actúen de concierto con las partes mencionadas;

g) «valores con derechos de voto múltiple»: los valores que forman parte de una clase distinta y separada y que confieren más de un voto.

2. A efectos de la letra d) del apartado 1, las personas controladas por otra persona según el artículo 87 de la Directiva 2001/34/CE¹² se considerarán personas que actúan de concierto con dicha persona y entre sí.

Artículo 3. Principios generales

1. A efectos de la aplicación de la presente Directiva, los Estados miembros velarán por que se respeten los principios siguientes:

a) todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores;

b) los titulares de valores de una sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa; a la hora de asesorar a los titulares de valores, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la oferta en el empleo, las condiciones de trabajo y la localización de los centros de actividad de la sociedad;

c) el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta;

d) no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma tales que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados;

e) un oferente únicamente deberá anunciar una oferta una vez se asegure de que pueda hacer frente íntegramente, en su caso, a cualquier oferta de contraprestación en efectivo y previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación;

f) la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta.

2. A efectos del respeto de los principios contemplados en el apartado 1, los Estados miembros:

12 Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores (DO L 184 de 6.7.2001, p.1) ; Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/71/CE (DO L 345 de 31.12.2003, p. 64).

a) velarán por que se cumplan los requisitos mínimos establecidos en la presente Directiva;

b) podrán establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la presente Directiva con vistas a reglamentar las ofertas.

Artículo 4. Autoridad supervisora y derecho aplicable

1. Los Estados miembros designarán a la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las ofertas que se rijan por las normas adoptadas o introducidas en virtud de la presente Directiva. Las autoridades así designadas deberán ser bien autoridades públicas o bien asociaciones u organismos privados reconocidos por la legislación nacional o por las autoridades públicas expresamente facultadas a tal fin por la legislación nacional. Los Estados miembros informarán a la Comisión de dichas designaciones, especificando todo posible reparto de funciones. Los Estados miembros velarán por que esas autoridades desempeñen sus funciones de forma imparcial e independiente de todas las partes de la oferta.

2. a) La autoridad competente para la supervisión de la oferta será la del Estado miembro en el que tenga su domicilio social la sociedad afectada cuando sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de dicho Estado miembro.

b) Cuando los valores de la sociedad afectada no estén admitidos a negociación en un mercado regulado del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social, la autoridad competente para la supervisión de la oferta será la del Estado miembro en cuyo mercado regulado estén admitidos a negociación los valores de la sociedad.

Cuando los valores de la sociedad afectada estén admitidos a negociación en mercados regulados de más de un Estado miembro, la autoridad competente para la supervisión de la oferta será la del Estado miembro en cuyo mercado regulado se admitieron por primera vez los valores.

c) Cuando los valores de la sociedad afectada sean admitidos a negociación por primera vez y simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro, la sociedad afectada deberá determinar cuál, entre las de los Estados miembros, es la autoridad competente para la supervisión de la oferta mediante notificación a dichos mercados regulados y a sus autoridades competentes en el primer día de negociación de valores.

Cuando los valores de la sociedad afectada ya estén admitidos a negociación en mercados regulados de más de un Estado miembro en la fecha mencionada en el apartado 1 del artículo 21 y hayan sido admitidos simultáneamente, las autoridades supervisoras de dichos Estados miembros se pondrán de acuerdo sobre cuál de ellas será la autoridad competente para la supervisión de la oferta en un plazo de cuatro semanas tras la fecha mencionada en el apartado 1 del artículo 21. A falta de decisión de las autoridades supervisoras, la sociedad afectada determinará cuál de ellas es la autoridad competente el primer día de negociación de valores siguiente a dicho plazo de cuatro semanas.

d) Los Estados miembros velarán por que se hagan públicas las decisiones contempladas en la letra c).

e) En los casos contemplados en las letras b) y c), los asuntos relativos a la contraprestación ofrecida en caso de oferta, en particular el precio, y los relativos al procedimiento de oferta, en particular la información sobre la decisión del oferente de presentar una oferta, el contenido

del folleto de oferta y la divulgación de la oferta se tratarán con arreglo a las normas del Estado miembro de la autoridad competente. En los asuntos relativos a la información que debe facilitarse al personal de la sociedad afectada y en los relativos al Derecho de sociedades, en particular el porcentaje de derecho de voto que confiere el control y las excepciones a la obligación de presentar una oferta, así como las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender una acción que pueda frustrar la oferta, las normas aplicables y la autoridad competente serán las del Estado miembro en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social.

3. Los Estados miembros velarán por que todas las personas que presten o hayan prestado servicios en las autoridades supervisoras estén sometidas al secreto profesional. La información sujeta al secreto profesional únicamente podrá comunicarse a cualesquiera personas o autoridades con arreglo a disposiciones legislativas.

4. Las autoridades supervisoras de los Estados miembros a efectos de la presente Directiva y las demás autoridades supervisoras de los mercados de capitales, en particular de conformidad con la Directiva 93/22/CEE, la Directiva 2001/34/CE, la Directiva 2003/6/CE y la Directiva 2003/71/CE, cooperarán y se facilitarán mutuamente cuanta información sea necesaria con vistas a la aplicación de las normas elaboradas de conformidad con la presente Directiva y, en particular, en los casos contemplados en las letras b), c) y e) del apartado 2. La información así intercambiada estará sometida al secreto profesional impuesto a las personas que presten o hayan prestado servicios en las autoridades supervisoras destinatarias de la misma. La cooperación incluirá la capacidad de notificar la documentación necesaria para la aplicación de las medidas adoptadas por las autoridades competentes en relación con las ofertas, así como otras medidas de ayuda que razonablemente puedan solicitar las autoridades supervisoras interesadas a fin de investigar cualquier infracción efectiva o presunta de las normas establecidas o introducidas en aplicación de la presente Directiva.

5. Las autoridades supervisoras dispondrán de todos los poderes necesarios para el ejercicio de sus funciones y, entre ellas, el deber de velar por que las partes de la oferta cumplan las normas establecidas en aplicación de la presente Directiva.

Siempre y cuando se respeten los principios generales contemplados en el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros, en las normas que establezcan o introduzcan en aplicación de la presente Directiva, podrán establecer excepciones a dichas normas mediante:

i) la inclusión de dichas excepciones en sus normativas nacionales, con el fin de tener en cuenta las circunstancias determinadas a nivel nacional,

y/o

ii) la concesión a sus autoridades supervisoras, cuando sean competentes para ello, de la facultad de inhibirse de la aplicación de dichas normativas nacionales con el fin de tener en cuenta las circunstancias contempladas en el inciso i), u otras circunstancias específicas, siendo necesaria en este último caso una decisión motivada.

6. La presente Directiva no afectará a la facultad de los Estados miembros de designar a las autoridades, judiciales u otras, encargadas de conocer de los litigios y decidir sobre los incumplimientos cometidos durante el procedimiento de oferta, ni a la facultad de los Estados miembros de establecer disposiciones que determinen si las partes de la oferta tienen derecho a emprender acciones judiciales o interponer recursos administrativos y en qué circunstancias.

En particular, la presente Directiva no afectará a la facultad de que puedan disfrutar los tribunales de un Estado miembro de renunciar a entender un litigio y de determinar si éste influye o no en el resultado de la oferta. La presente Directiva no afectará a la facultad de los Estados miembros de determinar las normas jurídicas relativas a la responsabilidad de las autoridades supervisoras o a la resolución de litigios entre las partes de una oferta.

Artículo 5. *Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo*

1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4.

2. La oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de sus valores.

3. El porcentaje de derechos de voto que confiera el control de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el apartado 1, así como su método de cálculo, se determinarán por las normas del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social.

4. Se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que ésta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma.

Siempre y cuando se respeten los principios generales a que se refiere el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio contemplado en el primer párrafo en circunstancias y según criterios claramente determinados. A tal fin, los Estados miembros podrán elaborar una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja, tales como, por ejemplo, en caso de que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor, de que los precios del mercado de valores en cuestión se hayan manipulado, de que los precios de mercado en general o de determinados precios en particular se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales o a fin de permitir el saneamiento de una empresa en crisis. Los Estados miembros podrán también definir los criterios que deberán utilizarse en estos casos, tales como, por ejemplo, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor de liquidación de la sociedad u otros criterios de evaluación objetivos generalmente utilizados en el análisis financiero.

Toda decisión de las autoridades de modificar el precio equitativo deberá ser motivada y pública.

5. Como contraprestación, el oferente podrá ofrecer valores, efectivo o una combinación de ambos.

No obstante, cuando la contraprestación ofrecida por el oferente no consista en valores líquidos admitidos a negociación en un mercado regulado, dicha contraprestación tendrá que incluir, como opción, efectivo.

En todos los casos, el oferente deberá proponer, al menos como alternativa, una contraprestación en efectivo cuando el mismo oferente o personas que actúen de concierto con él, en un período que comenzará en el mismo momento que el período decidido por el Estado miembro con arreglo a lo dispuesto en el apartado 4 y concluirá en el momento en que se cierre el plazo de aceptación, hayan adquirido en efectivo valores que confieran el 5 % o más de los derechos de voto de la sociedad afectada.

Los Estados miembros podrán prever que se ofrezca en todos los casos, al menos como opción, una contraprestación en efectivo.

6. Además de la protección contemplada en el apartado 1, los Estados miembros podrán adoptar otros instrumentos a fin de proteger los intereses de los titulares de valores, siempre y cuando dichos instrumentos no obstaculicen el curso normal de la oferta.

Artículo 6. Información sobre la oferta

1. Los Estados miembros velarán por que se haga pública inmediatamente la decisión de presentar una oferta y se informe al respecto a la autoridad supervisora. Los Estados miembros podrán exigir que se informe a la autoridad supervisora antes de hacer pública tal decisión. Tan pronto como se haya hecho pública la oferta, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente informarán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores.

2. Los Estados miembros velarán por que el oferente tenga la obligación de elaborar y publicar oportunamente un folleto de oferta que contenga la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión respecto de la oferta con pleno conocimiento de causa. Antes de publicar el folleto de oferta, el oferente lo transmitirá a la autoridad supervisora. Una vez publicado, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente lo remitirán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores.

Cuando el folleto de oferta contemplado en el primer párrafo esté sujeto a la aprobación previa de la autoridad supervisora y reciba dicha aprobación, se reconocerá, sin perjuicio de la traducción que pudiera resultar exigible, en todos los demás Estados miembros en cuyos mercados se admitan a negociación los valores de la sociedad afectada sin que sea necesario obtener la aprobación de las autoridades supervisoras de cada Estado miembro. Estas últimas únicamente podrán exigir que se incluya información complementaria en el folleto de oferta si dicha información es propia del mercado del Estado o Estados miembros en cuyos mercados se admiten a negociación los valores de la sociedad afectada y se refiere a los trámites que deben cumplirse para aceptar la oferta y recibir la contraprestación debida a consecuencia de la oferta, así como al régimen fiscal a que quedará sujeta la contraprestación ofrecida a los titulares de valores.

3. El folleto de oferta contemplado en el apartado 2 contendrá al menos la información siguiente:

-
- a) el contenido de la oferta;
 - b) la identidad del oferente y, cuando éste sea una sociedad, su forma, denominación y domicilio social;
 - c) los valores o la clase o clases de valores a que se refiere la oferta;
 - d) la contraprestación ofrecida por cada valor o clase de valores y, en caso de ofertas obligatorias, el método de valoración utilizado para determinarla, con indicación del modo en que se hará efectiva tal contraprestación;
 - e) la compensación ofrecida a cambio de los derechos que puedan quedar suprimidos como resultado de la regla de neutralización establecida en el apartado 4 del artículo 11, especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla;
 - f) el porcentaje o número máximo y mínimo de valores que el oferente se compromete a adquirir;
 - g) en su caso, información sobre los valores que ya posea el oferente y las personas que actúan de concierto con él en la sociedad afectada;
 - h) todas las condiciones a las que esté sujeta la oferta;
 - i) las intenciones del oferente en cuanto a las perspectivas futuras de las actividades de la sociedad afectada y, en la medida en que se vea afectada por la oferta, de la sociedad oferente, así como al mantenimiento de los puestos de trabajo de su personal y directivos, incluido cualquier cambio importante en las condiciones de trabajo. Esto se refiere, en particular, a los planes estratégicos del oferente en relación con las sociedades y sus posibles repercusiones en el empleo y la localización de los centros de actividad;
 - j) el plazo de aceptación de la oferta;
 - k) en el supuesto de que la contraprestación propuesta por el oferente incluya valores del tipo que fueren, información sobre los mismos;
 - l) información sobre la financiación de la oferta;
 - m) la identidad de las personas que actúen de concierto con el oferente o con la sociedad afectada, así como, en caso de sociedades, su forma, denominación y domicilio social, así como su relación con el oferente y, en su caso, con la sociedad afectada;
 - n) indicación de la legislación nacional que regirá los contratos celebrados entre el oferente y los titulares de valores de la sociedad afectada y derivados de la oferta, así como los órganos jurisdiccionales competentes.

4. La Comisión adoptará, de conformidad con el procedimiento contemplado en el apartado 2 del artículo 18, las disposiciones de aplicación del apartado 3 del presente artículo.

5. Los Estados miembros velarán por que las partes de la oferta estén obligadas a facilitar a las autoridades supervisoras de su Estado miembro, siempre que lo soliciten, toda la información sobre la oferta que obre en su poder y que resulte necesaria para que la autoridad supervisora ejerza sus funciones.

Artículo 7. Plazo de aceptación

1. Los Estados miembros dispondrán que el plazo de aceptación de la oferta no pueda ser inferior a dos semanas ni superior a diez a partir de la fecha de publicación del folleto de oferta.

Sin perjuicio del principio general contemplado en la letra f) del apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros podrán prever que se prolongue el período de diez semanas, siempre y cuando el oferente notifique al menos con dos semanas de antelación su intención de cerrar la oferta.

2. Los Estados miembros podrán prever normas que modifiquen en casos concretos el período contemplado en el apartado 1. Los Estados miembros podrán autorizar a la autoridad supervisora a conceder una excepción a la duración prevista en el apartado 1 a fin de que la sociedad afectada pueda convocar una junta general de accionistas para estudiar la oferta.

Artículo 8. *Publicidad de la oferta*

1. Los Estados miembros velarán por que la oferta se haga pública de modo tal que se garantice la transparencia y la integridad del mercado de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta, a fin de evitar, en particular, la publicación o difusión de datos falsos o engañosos.

2. Los Estados miembros establecerán la publicación de toda la información o todos los documentos exigidos con arreglo al artículo 6 según normas que garanticen que los titulares de valores, al menos en los Estados miembros en los que los valores de la sociedad afectada estén admitidos a negociación en un mercado regulado, y los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada y del oferente o, en su defecto, los propios trabajadores, puedan obtenerlos fácil y rápidamente.

Artículo 9. *Obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada*

1. Los Estados miembros velarán por el cumplimiento de las normas previstas en los apartados 2 a 5.

2. Durante el período contemplado en el segundo párrafo, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada estará obligado a obtener la autorización previa de la junta general de accionistas a tal efecto antes de emprender cualquier acción que pueda 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 pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada.

Dicha autorización será obligatoria al menos a partir del momento en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada reciba la información contemplada en la primera frase del apartado 1 del artículo 6 sobre la oferta y en tanto su resultado no se haya hecho público o la oferta no haya caducado. Los Estados miembros podrán disponer que se adelante el momento a partir del cual debe obtenerse tal autorización, por ejemplo, a partir de aquél en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tenga conocimiento de la inminencia de la oferta.

3. Por lo que se refiere a las decisiones adoptadas antes de iniciarse el período contemplado en el segundo párrafo del apartado 2 y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general de accionistas deberá aprobar o confirmar toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta.

4. A efectos de la obtención de la autorización previa, aprobación o confirmación de los titulares de valores conforme a los apartados 2 y 3, los Estados miembros podrán establecer normas que permitan la convocatoria de una junta general de accionistas en breve plazo, siempre y cuando dicha junta se celebre al menos dos semanas después de su notificación.

5. El órgano de administración o dirección de la sociedad afectada redactará y hará público un documento que recoja su dictamen motivado sobre la oferta, en particular, en cuanto a sus repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, y a los planes estratégicos del oferente enumerados en el folleto de oferta con arreglo a la letra i) del apartado 3 del artículo 6 sobre la sociedad afectada y sus repercusiones probables en el empleo y la localización de los centros de actividad. El órgano de administración o dirección de la sociedad afectada comunicará al mismo tiempo dicho dictamen a los representantes de los trabajadores de la sociedad o, en su defecto, directamente a los trabajadores. Cuando el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada reciba oportunamente un dictamen distinto de los representantes del personal en cuanto a las repercusiones sobre el empleo, éste se adjuntará al documento.

6. A los fines del apartado 2, por órgano de administración o dirección se entenderá tanto el órgano de gestión de la sociedad como el órgano supervisor de ésta, cuando la organización de la misma siga la estructura de dos pilares.

Artículo 10. *Información sobre las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1*

1. Los Estados miembros velarán por que las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1 publiquen información detallada sobre los siguientes aspectos:

a) la estructura del capital, incluidos los valores que no se negocien en un mercado regulado de un Estado miembro, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones que confiera y el porcentaje del capital social que represente;

b) cualquier restricción a la transmisibilidad de valores, tales como limitaciones a la posesión de valores o la necesidad de obtener autorizaciones de la sociedad o de otros titulares de valores, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 46 de la Directiva 2001/34/CE;

c) las participaciones significativas en el capital, directas o indirectas (por ejemplo, a través de estructuras piramidales o accionariado cruzado), a efectos de lo dispuesto en el artículo 85 de la Directiva 2001/34/CE;

d) los titulares de cualquier valor que incluya derechos de control especiales, con descripción de tales derechos;

e) el mecanismo de control de votos previsto, en su caso, en el sistema de accionariado de los empleados, cuando éstos no ejerzan directamente el derecho de voto;

f) cualquier restricción al derecho de voto, tales como limitaciones a los derechos de voto a un determinado porcentaje o número de votos, plazos impuestos al ejercicio del derecho de voto o regímenes en los que, con la cooperación de la sociedad, los derechos económicos vinculados a los valores estén separados de la titularidad del valor;

g) los acuerdos entre accionistas que sean conocidos por la sociedad y puedan implicar restricciones a la transmisibilidad de valores o a los derechos de voto a efectos de la Directiva 2001/34/CE;

h) las normas aplicables al nombramiento y sustitución de los miembros del órgano de administración o dirección y a la modificación de los estatutos de la sociedad;

i) los poderes de los miembros del órgano de administración o dirección y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones;

j) los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adquisición, junto con sus efectos, excepto cuando su carácter sea tal que su divulgación resulte gravemente perjudicial para la sociedad; esta excepción no se aplicará cuando la sociedad esté obligada específicamente a dar publicidad a esta información sobre la base de otros requisitos legales;

k) los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación de empleo llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

2. La información contemplada en el apartado 1 deberá publicarse en el informe de gestión de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el artículo 46 de la Directiva 78/660/CEE¹³ y en el artículo 36 de la Directiva 83/349/CEE¹⁴.

3. Los Estados miembros velarán por que, en las sociedades cuyos valores se negocien en un mercado regulado de un Estado miembro, el órgano de administración o dirección presente cada año un informe explicativo a la junta general de accionistas sobre los elementos contemplados en el apartado 1.

Artículo 11. *Neutralización*

1. Sin perjuicio de los demás derechos y obligaciones establecidos en el Derecho comunitario para las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1, los Estados miembros velarán por que se apliquen las disposiciones contempladas en los apartados 2 a 7 cuando se haga pública una oferta.

2. Durante el plazo de aceptación de la oferta establecido en el apartado 1 del artículo 7, no podrá aplicarse al oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los estatutos de la sociedad afectada.

Durante el plazo de aceptación de la oferta establecido en el apartado 1 del artículo 7, no podrá aplicarse al oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o en acuerdos contractuales entre titulares de valores de la sociedad afectada celebrados tras la adopción de la presente Directiva.

3. Las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada no surtirán efecto en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9.

Las restricciones al derecho de voto previstas en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o en acuerdos contractuales entre titulares de valores de la sociedad celebrados tras la adopción de la presente Directiva no surtirán efecto

13 Cuarta Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad (DO L 222 de 14.8.1978, p. 11); Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 178 de 17.7.2003, p. 16).

14 Séptima Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas (DO L 193 de 18.7.1983, p. 1); Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2003/51/CE.

en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9.

Los valores con derechos de voto múltiple conferirán un solo voto en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9.

4. Cuando, tras una oferta, el oferente posea un 75 % o más del capital que confiera derecho de voto, las restricciones a la transmisibilidad de valores y al derecho de voto contempladas en los apartados 2 y 3, así como los derechos extraordinarios de los accionistas relativos al nombramiento o revocación de miembros del órgano de administración o dirección contemplados en los estatutos de la sociedad afectada dejarán de surtir efecto; los valores con derechos de voto múltiple conferirán un voto únicamente en la primera junta general de accionistas tras el cierre de la oferta, convocada por el oferente con el fin de modificar los estatutos o para revocar o designar miembros del órgano de administración o dirección.

A tal efecto, el oferente deberá tener derecho a convocar una junta general de accionistas en breve plazo, siempre y cuando dicha junta se celebre al menos dos semanas después de su notificación.

5. Cuando se supriman derechos sobre la base de los apartados 2, 3 y 4 y/o del artículo 12, se establecerá una compensación equitativa por cualquier pérdida sufrida por los titulares de los derechos. Los Estados miembros establecerán los términos para determinar dicha compensación y las modalidades de pago.

6. Los apartados 3 y 4 no se aplicarán a los valores en los que las restricciones de los derechos de voto se hayan compensado mediante beneficios económicos específicos.

7. El presente artículo no se aplicará en los casos en que un Estado miembro sea titular de valores en la sociedad afectada que confieran derechos especiales al Estado miembro siempre que sean compatibles con el Tratado; tampoco se aplicará a los derechos especiales contemplados en la legislación nacional que sean compatibles con el Tratado ni a las sociedades cooperativas.

Artículo 12. *Disposiciones opcionales*

1. Los Estados miembros podrán reservarse el derecho de no requerir a las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1 que tengan el domicilio social en su territorio que apliquen los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11.

2. Cuando los Estados miembros hagan uso de la opción referida en el apartado 1, habrán de dar en cualquier caso a las sociedades que tengan el domicilio social en su territorio la opción reversible de aplicar los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11, sin perjuicio del apartado 7 del artículo 11.

La decisión de la sociedad deberá ser adoptada por la junta general de accionistas de conformidad con la legislación aplicable donde la sociedad tenga su domicilio social y con arreglo a las normas aplicables a las modificaciones de los estatutos. La decisión habrá de notificarse a la autoridad supervisora del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social, así como a todas las autoridades supervisoras de los Estados miembros en los que los valores estén admitidos a cotización en un mercado regulado o cuya admisión se haya solicitado.

3. Con arreglo a las condiciones determinadas por la legislación nacional, los Estados miembros podrán eximir a las sociedades a las que se apliquen los apartados 2 y 3 del artículo

9 y/o el artículo 11 de la aplicación de dichas disposiciones si son objeto de una oferta pública de adquisición por parte de una sociedad que no aplica las mismas disposiciones que éstas, o por parte de una sociedad controlada directa o indirectamente por esta última, de conformidad con el artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE.

4. Los Estados miembros velarán por que se den a conocer inmediatamente las disposiciones aplicables a las sociedades respectivas.

5. Cualquier medida aplicada con arreglo a lo dispuesto en el apartado 3 estará sujeta a la autorización de la junta general de accionistas de la sociedad afectada, que habrá de producirse con una antelación no superior a 18 meses antes de hacerse pública la oferta de adquisición de conformidad con el apartado 1 del artículo 6.

Artículo 13. *Otras normas en materia de ofertas*

Los Estados miembros establecerán asimismo normas que regulen las ofertas como mínimo en los siguientes ámbitos:

- a) caducidad de la oferta;
- b) modificación de las ofertas;
- c) ofertas competidoras;
- d) publicación de los resultados de las ofertas;
- e) irrevocabilidad de la oferta y condiciones permitidas.

Artículo 14. *Información y consulta a los representantes de los trabajadores*

Las disposiciones de la presente Directiva se entenderán sin perjuicio de las normas relativas a la información y consulta de los representantes de los trabajadores y, si los Estados miembros lo contemplan, de la cogestión con los trabajadores de la sociedad oferente y de la sociedad afectada, que se regirán por las disposiciones nacionales pertinentes, y, en particular, las adoptadas en aplicación de las Directivas 94/45/CE, 98/59/CE, 2001/86/CE y 2002/14/CE.

Artículo 15. *Venta forzosa*

1. Los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, se apliquen las disposiciones contempladas en los apartados 2 a 5.

2. Los Estados miembros velarán por que un oferente pueda exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio justo. Los Estados miembros establecerán este derecho en una de las situaciones siguientes:

a) cuando el oferente posea valores que representen al menos el 90 % del capital que confiere derechos de voto y el 90 % de los derechos de voto de la sociedad afectada,

o

b) cuando haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90 % del capital social de la sociedad afectada que confiera derechos de voto y el 90 % de los derechos de voto incluidos en la oferta.

En el caso contemplado en la letra a), los Estados miembros podrán fijar un umbral más elevado que, no obstante, no podrá ser superior al 95 % del capital que confiera derechos de voto y al 95 % de los derechos de voto.

3. Los Estados miembros establecerán normas que permitan calcular cuándo se alcanza el umbral.

Cuando la sociedad afectada posea varias clases de valores, los Estados miembros podrán establecer que la venta forzosa pueda reclamarse solamente en la clase en la que se haya alcanzado el umbral fijado en el apartado 2.

4. El oferente podrá reclamar la venta forzosa en un plazo de tres meses tras el final del plazo de aceptación de la oferta a que se refiere el artículo 7.

5. Los Estados miembros velarán por que se garantice un precio justo. Dicho precio deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta o realizarse en efectivo. Los Estados miembros podrán determinar que el efectivo se ofrezca al menos como alternativa.

En caso de oferta voluntaria, en los casos contemplados en las letras a) y b) del apartado 2, la contraprestación de la oferta se presumirá justa si el oferente ha adquirido, tras la aceptación de la oferta, valores que representen al menos el 90 % del capital que confiera derechos de voto objeto de la oferta.

Tras una oferta obligatoria, la contraprestación de dicha oferta se considerará justa.

Artículo 16. *Compra forzosa*

1. Los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, se apliquen las disposiciones de los apartados 2 y 3.

2. Los Estados miembros velarán por que los titulares de valores que no hayan aceptado la oferta puedan exigir del oferente la compra de sus valores a un precio justo en las mismas condiciones que las contempladas en el apartado 2 del artículo 15.

3. Se aplicarán, mutatis mutandis, las disposiciones de los apartados 3 a 5 del artículo 15.

Artículo 17. *Sanciones*

Los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicables a las infracciones de las disposiciones nacionales adoptadas en aplicación de la presente Directiva y tomarán cuantas medidas sean necesarias para garantizar la aplicación de dichas disposiciones. Las sanciones así previstas deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasivas. Los Estados miembros notificarán tales disposiciones a la Comisión no más tarde de la fecha prevista en el apartado 1 del artículo 21 e informarán cuanto antes de cualquier posterior modificación al respecto.

Artículo 18. *Comité*

1. La Comisión estará asistida por el Comité europeo de valores establecido en la Decisión 2001/528/CE (denominado en lo sucesivo «el Comité»).

2. En los casos en que se haga referencia al presente apartado, serán de aplicación los artículos 5 y 7 de la Decisión 1999/468/CE, observando lo dispuesto en su artículo 8 y siempre

que las medidas de ejecución adoptadas con arreglo a este procedimiento no modifiquen las disposiciones esenciales de la presente Directiva.

El plazo contemplado en el apartado 6 del artículo 5 de la Decisión 1999/468/CE queda fijado en tres meses.

3. Sin perjuicio de las medidas de ejecución ya aprobadas, tras un período de cuatro años a partir de su entrada en vigor, se suspenderá la aplicación de las disposiciones de la presente Directiva que exijan la adopción de normas técnicas y de decisiones con arreglo al procedimiento contemplado en el apartado 2. El Parlamento Europeo y el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrán renovar estas disposiciones con arreglo al procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado y, a tal fin, las revisarán antes del vencimiento del plazo mencionado.

Artículo 19. *Comité de contacto*

1. Se establecerá un comité de contacto con las funciones siguientes:

a) facilitar, sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 226 y 227 del Tratado, la aplicación armonizada de la presente Directiva mediante reuniones periódicas en las que se traten los problemas prácticos que surjan en su aplicación;

b) asesorar a la Comisión, en su caso, sobre adiciones o modificaciones a la presente Directiva.

2. El comité de contacto no tendrá como función evaluar la oportunidad de las decisiones adoptadas por la autoridad supervisora en casos concretos.

Artículo 20. *Revisión*

Cinco años después de la fecha contemplada en el apartado 1 del artículo 21, la Comisión examinará y, en su caso, propondrá que se revise la presente Directiva en función de la experiencia adquirida en su aplicación. El examen deberá incluir un estudio de las estructuras de control y los obstáculos que se oponen a las ofertas públicas de adquisición que no estén contempladas en la presente Directiva.

A tal fin, los Estados miembros informarán anualmente a la Comisión sobre las ofertas públicas de adquisición que se hayan realizado sobre sociedades cuyos valores se admitan a cotización en sus mercados regulados. Esta información incluirá la nacionalidad de las sociedades interesadas, el resultado de la oferta y cualquier otra información pertinente para comprender el funcionamiento en la práctica de las ofertas públicas de adquisición.

Artículo 21. *Transposición de la Directiva*

1. Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva a más tardar el 20 de mayo de 2006. Informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

Cuando los Estados miembros adopten dichas disposiciones, éstas incluirán una referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.

2. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión el texto de las principales disposiciones de Derecho interno que adopten en los ámbitos regulados por la presente Directiva.

Artículo 22. *Entrada en vigor*

La presente Directiva entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Artículo 23. *Destinatarios*

Los destinatarios de la presente Directiva son los Estados miembros.

6. DATOS DE CONTACTO EN URÍA MENÉNDEZ

URÍA MENÉNDEZ - MADRID

Príncipe de Vergara, 187

28002 Madrid

Luis de Carlos

T: +34 91 586 03 74

F: +34 91 586 03 68

ldc@uria.com

Juan Miguel Goenechea

T: +34 91 586 04 18

F: +34 91 586 04 71

jgd@uria.com

Rafael Sebastián

T: +34 91 586 04 30

F: +34 91 586 04 84

rsq@uria.com

Cándido Paz-Ares

T: +34 91 586 03 93

F: +34 91 586 07 85

cpa@uria.com

Emilio Díaz

T: +34 91 586 03 65

F: +34 91 586 07 85

edr@uria.com

Salvador Sánchez-Terán

T: +34 91 586 04 76

F: +34 91 586 07 77

sst@uria.com

Carlos de Cárdenas

T: +34 91 586 07 90

F: +34 91 586 04 84

ccs@uria.com

Juan Francisco Falcón

T: +34 91 586 04 23

F: +34 91 586 03 30

jff@uria.com

Christian Hoedl

T: +34 91 586 00 96

F: +34 91 586 04 71

che@uria.com

Ramiro Rivera

T: +34 91 586 03 67

F: +34 91 586 45 36

rrr@uria.com

Gabriel Núñez

T: +34 91 586 01 08

F: +34 91 586 03 68

gnf@uria.com

Carlos Paredes

T: +34 91 586 03 34

F: +34 91 586 07 85

cpg@uria.com

Jaime Pereda

T: +34 91 586 03 53

F: +34 91 586 03 68

jpe@uria.com

Javier Redonet

T: +34 91 586 01 08

F: +34 91 586 03 68

jre@uria.com

URÍA MENÉNDEZ - BARCELONA

Av. Diagonal, 514
08006 Barcelona

Eduardo Rodríguez-Rovira

T: +34 91 586 01 10

F: +34 91 586 03 41

err@uria.com

Eduardo Geli

T: +34 93 416 51 31

F: +34 93 416 51 11

jgd@uria.com

URÍA MENÉNDEZ - BILBAO

Gran Vía de Don Diego López de Haro nº 19-21 (planta 2ª)
48001 Bilbao (Vizcaya)

Mario Fernández

T: +34 94 479 49 91

F: +34 94 479 07 61

mfp@uria.com

URÍA MENÉNDEZ - VALENCIA

Colón, 28 -5º
46004 Valencia

Jorge Martí

T: +34 96 353 23 34

F: +34 96 353 17 64

jmm@uria.com

URÍA MENÉNDEZ - NUEVA YORK

Grace Building, 1114 Avenue of the Americas, 34th Floor
New York, NW 10036

Antonio Herrera

T: +1 212 59 34 916

F: +1 212 59 37 144

ahm@uria.com

URÍA MENÉNDEZ - LONDRES

100 Cannon Street
London EC4N 6EU

Juan Carlos Machuca

T: +44 207 64 50 288

F: +44 207 92 95 489

jcm@uria.com

URÍA MENÉNDEZ - SAO PAULO

Alameda Santos, 2224, Conj. 22
SP 01418-200 Brasil

Luis Acuña

T: +55 113 89 81 644

F: +55 113 89 81 645

laa@uria.com

URÍA MENÉNDEZ