

CNMV: diez preguntas frecuentes sobre opas

Alberto Díaz Moreno

Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Sevilla

Consejero académico de GA_P

La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha hecho público un documento en el que se recogen algunos de los criterios interpretativos del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, que la propia Comisión viene aplicando con ocasión de la supervisión y tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores (opas).

Con fecha 5 de diciembre del 2018, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha publicado un documento en el que, con el formato pregunta-respuesta, se exponen los criterios de aquel organismo acerca de ciertas cuestiones dudosas que suscita la regulación de las opas y, más en concreto, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Seguidamente se da noticia de estos criterios, no sin antes advertir que, según señala la propia Comisión, ésta «se reserva la posibilidad de reconsiderar su contenido o apartarse de él con ocasión del ejercicio de sus funciones de supervisión, teniendo en cuenta en particular las circunstancias que concurran en cada caso».

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

1. Condiciones de las opas voluntarias

1.1. ¿Qué requisitos ha de reunir una condición para ser admisible?

Como es sabido, al contrario de lo que sucede con las obligatorias (*cfr.* art. 30.2 RD 1066/2007, que deja a salvo, con todo, lo dispuesto en el artículo 26), la eficacia de las opas voluntarias puede quedar sometida a condición (art. 13.2 RD 1066/2007), siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación (*vid.*, también, art. 36.2 RD 1066/2007). El mencionado artículo 13.2 enuncia las condiciones que se entienden admisibles (a las que habrá que añadir las recogidas en los artículos 26 y 42.2 RD 1066/2007), incluyendo en el elenco una cláusula «válvula»: será admitida cualquier condición que sea considerada conforme a derecho por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Pues bien, a estos efectos, la Comisión estima aceptable una condición cuando cumple los siguientes requisitos: a) que su cumplimiento dependa de eventos ajenos al oferente; b) que esté configurada o definida de un modo suficientemente preciso, de manera que resulte factible y simple su verificabilidad; c) que pueda verificarse su cumplimiento antes del fin del plazo de aceptación de la oferta; d) que sea razonable y proporcionada, de forma que no entre en conflicto con el principio de irrevocabilidad de las ofertas públicas de adquisición (art. 30 RD 1066/2007).

Cabe observar que el primer requisito parece enlazar con la prohibición del establecimiento de condiciones *puramente* potestativas (art. 1115 CC). Por su parte, el tercero sorprende en alguna medida, puesto que ya el propio artículo 13.2 exige que el cumplimiento o incumplimiento de la condición pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación y lo que indica la Comisión Nacional del Mercado de Valores es que debe poder verificarse antes del fin del plazo de cumplimiento de la oferta. Y el segundo requisito suscita alguna duda, por cuanto no está claro en qué medida la conformidad a Derecho de la condición exige que su verificabilidad resulte «simple» (recuérdese que la Comisión no puede actuar discrecionalmente, sino que debe valorar la compatibilidad de la condición con el ordenamiento jurídico). Con todo, la principal consideración que debe hacerse es que la Comisión trata de precisar su criterio utilizando expresiones cuyo exacto alcance también depende, en última instancia, de su propio criterio, por lo que no se aporta demasiado en términos de previsibilidad de la decisión (¿cuándo una condición está definida de modo «suficientemente» preciso?, ¿cuándo resulta «simple» su verificabilidad?, ¿cuándo una condición es «razonable» y «proporcionada»?

1.2. ¿Puede condicionarse la opa voluntaria a la obtención de financiación suficiente para darle cumplimiento?

En conexión con lo que se acaba de apuntar (*supra*, 1.1), la Comisión Nacional del Mercado de Valores considera que NO es posible sujetar la opa a una condición como la indicada. Para ello se apoya en diferentes argumentos. Algunos de ellos (los basados en la existencia de la obligación de aportar un aval —o de constituir un depósito de efectivo— en garantía

de la oferta —art. 15.2— y en la exigencia de que el oferente se haya asegurado de que puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo —art. 16.1— resultan más convincentes que otros, como los fundados en la irrevocabilidad de la opa (que no parece quedar en sí misma afectada por la existencia de condiciones —art. 30 RD 1066/2007—) o en la consideración —un tanto discutible afirmada en términos generales— de que la obtención de financiación depende —¿únicamente?— de la voluntad del oferente (lo que parece no tener en cuenta que se trataría de una condición simplemente —y no puramente— potestativa).

2. ¿Cuándo una autorización administrativa (o una notificación a un organismo) tiene que ser «previa» a los efectos del artículo 26.2 del Real Decreto 1066/2007?

El artículo 26.2 del Real Decreto 1066/2007 dispone que, cuando sea precisa una autorización administrativa previa de la operación o la no oposición a ella de otro organismo (o su notificación a otro organismo), la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la opa hasta que no se acredite que se ha obtenido dicha autorización, que el organismo correspondiente no se opone (salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo) o que se ha efectuado la preceptiva notificación.

En este contexto resulta a veces problemático saber con exactitud cuándo son necesarias la autorización, la no oposición o la notificación previas a los efectos de la aplicación del citado artículo 26.2. Para responder a esta cuestión, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ofrece, expuestas en síntesis, las siguientes pautas: *a)* debe tratarse, en primer lugar, de una autorización (o no oposición o notificación) «requerida por la oferta» (por ejemplo, autorizaciones que estén directa y globalmente relacionadas con la actividad principal de la sociedad afectada o aquellas cuya ausencia pudiera afectar a la validez de la transmisión de acciones derivada de la opa); *b)* en segundo lugar, debe tratarse propiamente de autorizaciones administrativas (en principio, de organismos supervisores) y no de meros consentimientos contractuales o actos equivalentes; *c)* dado que la exigencia de autorizaciones previas como requisito para la autorización de una opa constituye una excepción al principio de libre transmisibilidad de las acciones de las sociedades cotizadas, resulta aconsejable una interpretación restrictiva del precepto en cuanto a este extremo.

3. En caso de modificación de la opa, ¿responden en todo caso los terceros asociados o concertados?

Según el artículo 31.2 del Real Decreto 1066/2007, el oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de modificar su oferta, siempre que el oferente y los terceros con los que se asocie o concierte asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada.

La norma parece estar primariamente pensada para facilitar que se lleve a cabo la modificación (mejora) de la opa posibilitando que se cuente para ello con el concurso de terceros. Desde luego, es posible que ese tercero actúe como cooferente, en cuyo caso es evidente que debe asumir responsabilidad solidaria por el cumplimiento de la oferta.

Pero es posible igualmente que el tercero intervenga alcanzando un acuerdo con el oferente con el objetivo de hacer posible o favorecer una modificación de la oferta (o que forme parte de un acuerdo global en el que se prevea la modificación de la oferta) sin asumir por ello el papel de cooferente. Pues bien, el criterio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores es que, también en estos casos, el tercero quedará solidariamente responsable en los términos del referido artículo 31.2.

4. A efectos del cómputo de los derechos de voto, ¿deben atribuirse a un mismo sujeto —la sociedad— los porcentajes de voto que tengan sus socios significativos en la sociedad afectada?

A los efectos de determinar si se ha alcanzado una participación de control, el artículo 5.1 del Real Decreto 1066/2007 establece que se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a quienes hayan actuado de forma concertada con ella.

En relación con esta idea, la Comisión Nacional del Mercado de Valores considera que, por lo general, el hecho de que los socios significativos de una entidad titular de una participación en una sociedad cotizada posean también acciones en dicha compañía (afectada) constituye un indicio de concertación. Por ello, en definitiva (y a pesar de que no existe norma específica en relación con los derechos de voto de los socios significativos), a los efectos del artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, la Comisión Nacional del Mercado de Valores parece inclinarse por atribuir a la sociedad los porcentajes de voto que sus socios significativos tengan en la sociedad cotizada afectada. Dadas las relevantes consecuencias que comporta alcanzar una participación de control (activación de la obligación legal de formular una opa) y dado también que no existe previsión legal o reglamentaria expresa en este ámbito, la Comisión probablemente deberá ser muy cuidadosa en el manejo de este «indicio».

5. ¿Es eficaz la exoneración del «deber de pasividad» concedida por el oferente?

Siempre con sujeción a las circunstancias concurrentes, la Comisión Nacional del Mercado de Valores explica que, normalmente, considerará que no se infringe el «deber de pasividad» impuesto por el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007 cuando el propio oferente haya mostrado su conformidad con la realización o adopción por el consejo de administración de la sociedad afectada de alguna actuación o medida en principio prohibida (salvo autorización de la junta) por dicho artículo.

No es claro, sin embargo, que el criterio general sentado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre este extremo tenga suficientemente en cuenta que el también llamado «deber de neutralidad» impuesto a los administradores tiene la función de evitar que éstos puedan interferir en la decisión de los socios (que han de ser jueces de su propia conveniencia) de aceptar o no la oferta (se salvaguarda, así, el principio de libre decisión de los accionistas). Es decir, se trata de un deber que se predica primordialmente frente a los accionistas de la compañía administrada, y no tanto frente al tercero oferente. En realidad, el deber de pasividad se establece en atención al posible nacimiento de un conflicto entre los intereses de los administradores

y los de los accionistas con ocasión del lanzamiento de la opa. En este escenario quizás resulte excesivo presumir que una medida adoptada por los administradores y consentida por el oferente no puede —por este mismo hecho— perturbar el proceso de libre decisión de los accionistas. Cuestión distinta es que, mediando el consentimiento del oferente, deba entenderse decaída la posibilidad de desistir de la oferta prevista en el artículo 33.1d del Real Decreto 1066/2007.

6. ¿Ajuste de la contraprestación por reparto de dividendos en la sociedad afectada?

En el caso de que la sociedad objetivo o *target* acuerde 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), el oferente podrá mantener la oferta y ajustar su contraprestación en las condiciones del artículo 33.1d, segundo párrafo, del Real Decreto 1066/2007.

Pero surge la duda sobre si es posible un «ajuste» de la contraprestación en otros supuestos (señaladamente, de reparto «ordinario» de dividendos). A esta cuestión responde la Comisión Nacional del Mercado de Valores indicando que, efectivamente, el oferente puede ajustar el precio de la oferta (descontando los dividendos u otro tipo de remuneraciones que abone la sociedad afectada a sus accionistas antes de la liquidación de la oferta), pero *únicamente* en el caso de que ello esté adecuadamente previsto en la documentación de la oferta (tanto en el anuncio, en su caso, como en la solicitud de autorización y en el folleto). En este sentido debe recordarse que, cuando la sociedad afectada haya anunciado algún dividendo cuyo pago se vaya a producir durante el plazo de aceptación de la oferta, deberá indicarse en el folleto si el importe bruto de dicho dividendo será deducido o no de la contraprestación ofrecida (anexo del RD 1066/2007). Conviene destacar, a este propósito, que la Comisión Nacional del Mercado de Valores considera que la solución expuesta es aplicable aun cuando la distribución de dividendos o de remuneraciones haya sido anunciada por la sociedad afectada con posterioridad a la formulación de la oferta (y, por tanto, a la elaboración del folleto), lo que no resulta evidente de lo dispuesto en el anexo.

7. ¿Qué entidades son aptas para avalar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la opa?

Cuando la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en efectivo, el oferente deberá aportar el aval de una 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 dicha contraprestación (art. 15.2 RD 1066/2007).

A este respecto, la Comisión Nacional del Mercado de Valores explica que el aval puede ser emitido por cualquier entidad de crédito (*vid.* art. 1 Ley 10/2014), con independencia de que sea española, de la Unión Europea o de terceros países. Y con independencia, igualmente, de que dichas entidades actúen de modo directo, mediante una sucursal, en régimen de libre prestación

de servicios o a iniciativa del oferente-cliente. Esta posición es coherente con el hecho de que el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007 no permite distinguir en función de la nacionalidad del avalista.

8. Condiciones de las opas voluntarias

8.1. ¿Qué función cumple el llamado «precio en efectivo equivalente»?

El segundo párrafo del artículo 14.4 del Real Decreto 1066/2007 dispone lo siguiente: cuando las ofertas públicas de adquisición se formulan como permuta, el oferente debe indicar el «precio en efectivo equivalente» —que resulta de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores que se pretenden intercambiar correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta— (vid. anexo del RD 1066/2007 relativo al contenido del folleto).

Esta regla enlaza con la contenida en el primer párrafo del precepto citado, la cual exige que las permutas propuestas sean «claras», lo que implica que los potenciales aceptantes han de conocer, entre otros extremos, el valor de los bienes que reciben a cambio de los que entregan. De ahí que la Comisión Nacional del Mercado de Valores aclare que la previsión reglamentaria de la indicación del «precio en efectivo equivalente» de los valores que se ofrece canjear responde, en sustancia, a una finalidad meramente informativa. Ello no impide recordar que, en ciertas circunstancias, puede tener una transcendencia mayor en cuanto elemento comparable para determinar si se ha producido una mejora en la contraprestación en el contexto de operaciones de modificación de la oferta o de presentación de ofertas competidoras (vide *infra*, 8.2)

8.2. ¿Qué fecha de cotización ha de tomarse como referencia para determinar si se produce una mejora de la contraprestación en una oferta de canje de valores?

El artículo 31.1 del Real Decreto 1066/2007 permite modificar las características de la oferta siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, por ejemplo, porque se mejore la contraprestación ofrecida. Cuando ésta consista en valores (y no cambie la naturaleza de la contraprestación) la verificación de que se produce una mejora pasa por comparar la cotización de los antiguos y la de los nuevos valores ofertados (salvo que simplemente se trate de un cambio en la relación de canje). La misma cuestión se plantea en relación con las ofertas competidoras (vid. art. 42.1c RD 1066/2007).

Uno de los puntos discutidos en torno a esta valoración es el de la fecha a la que debe hacer referencia. La Comisión Nacional del Mercado de Valores se inclina a considerar que la fecha de referencia debe ser la de la sesión bursátil anterior al anuncio de la mejora o de la oferta competidora (o, en caso de filtración previa, la de la sesión bursátil anterior al día en que se hubiera producido). En este sentido la Comisión aclara que,

normalmente, se comprobará que el precio o valor de la contraprestación ofrecida por el oferente (en caso de modificación) o por el oferente competidor es mayor que los dos siguientes: a) el resultante de valorar las acciones ofrecidas en la opa inicial atendiendo a su cotización en la fecha de referencia mencionada; b) el resultante de valorar las acciones ofrecidas en la opa atendiendo a su cotización media ponderada durante los tres meses anteriores a dicha fecha de referencia.

Por supuesto, puede suceder que la modificación o la oferta competidora contengan el ofrecimiento de una contraprestación en efectivo. En tales casos, si el importe ofrecido supera el «precio en efectivo equivalente» puesto de manifiesto de conformidad con el artículo 14.4 (*vid. supra* 8.1), no será necesario aportar la opinión de un experto independiente que acredite la mejora de la contraprestación (como sí sería necesario con carácter general si dicha mejora se llevase a cabo modificando la naturaleza de la contraprestación: arts. 31.1, segundo párrafo, 42.1c y 45.6b RD 1066/2007).