

El control jurídico de las OPAS:

La legislación española frente a la directiva 2004/25/CE

Mariliana Rico Carrillo

Doctora en Derecho (Universidad Carlos III de Madrid). Profesora de la Universidad Católica del Táchira (Venezuela) y de la Universidad Carlos III de Madrid (España)

SUMARIO: I. Introducción. II. La regulación de las OPAS en España. III. Las reformas del Real Decreto 432/2003. 1. Consideraciones previas: las OPAS y el control societario. 2. El nuevo régimen. 2.1. Nuevos supuestos obligatorios. 2.1.1. En las OPAS a priori. 2.1.2. En las OPAS a posteriori. 2.1.3. El caso de las OPAS parciales. 2.1.4. OPAS totales. 2.2. Designación de consejeros. 2.3. El nuevo régimen de excepciones. 2.4. La comunicación de participaciones significativas. 2.5. La reforma en el ámbito de las OPAS competidoras. 2.6. OPAS condicionadas. 2.7. El sistema de garantías. IV. La Directiva sobre OPAS. 1. Ámbito de aplicación. 2. Principios generales. 2.1. Igualdad de trato. 2.2. Derecho de información. 2.3. La defensa de los intereses de la sociedad y de los accionistas. 2.4. Transparencia de mercados. 2.5. Garantía de las ofertas. 2.6. El funcionamiento de la sociedad afectada. 3. La autoridad de supervisión. 4. Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo. 5. Condiciones de la oferta. 6. Efectos de la OPA. 6.1. Limitación de los poderes del órgano de administración. 6.2. Obligación de emitir informe. 6.3. Ventas y compras forzosas. V. Conclusiones.

I. Introducción

El 30 de marzo de 2004 fue aprobada la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición¹ (en adelante Directiva sobre OPAS), el texto legal es publicado prácticamente a un año de vigencia de las reformas introducidas en la legislación española por el Real Decreto 432/2003 de 11 de abril, que modifica el Real Decreto 1197/1991 de 26 de julio sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. La adopción de la Directiva sobre OPAS representa un significativo avance en esta materia, dadas las dificultades que se presentaron para lograr un consenso entre los países miembros hasta llegar a su aprobación. La finalidad de esta norma se centra en *"la necesidad de 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"*².

Las modificaciones a la legislación española introducidas por el RD 432/2003, responden a los principios establecidos en la entonces Propuesta de Directiva, esta situación la podemos observar en el preámbulo del RD que pone de manifiesto la necesidad de *"...mejorar la protección del accionista minoritario cuando se producen cambios de control en las sociedades cotizadas en bolsa"*.

En términos de la propia Directiva, las normativa sobre OPAS debe ser flexible y adaptable a las circunstancias que vayan surgiendo³, esta máxima es seguida por el

legislador español, aún antes de la adopción de la Directiva, quien se ve obligado a modificar la normativa interna sobre OPAS en el año 2003, debido a las vulneraciones de los derechos de los accionistas que se venían produciendo bajo la vigencia del texto original del RD 1997/1991. Esta situación, y el retraso en la aprobación de la Directiva reguladora de la materia, motivaron la introducción de determinadas reformas en el sistema español de las OPAS.

Aun cuando la aprobación del RD español se produjo antes de la adopción de la Directiva comunitaria, la norma ha recibido valoración positiva. El refuerzo en la protección del accionista minoritario y el retraso en la aprobación de una Directiva con más de catorce años en discusión para el momento de la promulgación del RD 432/2003⁴, justificaron el interés del legislador español en adoptar una normativa que garantizara la estabilidad del mercado a la vez que favoreciese los intereses del pequeño accionista.

II. La regulación de las OPAS en España

En España, la regulación de las OPAS tiene su fundamento en el artículo 60º de la Ley de Mercado de Valores (LMV) que establece la obligación de promover una oferta pública de adquisición, a quien pretenda adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de valores u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad.

¹ Aún cuando la Directiva es aprobada el 30 de marzo, su publicación en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas tiene lugar un mes después de la aprobación del texto final. DOCE L 142 de 30 de abril de 2004.

² Vid. Considerando Nº 2.

³ Vid. Considerando Nº 6.

⁴ En enero de 1989 se comenzó la tramitación y discusión de la Directiva sobre OPAS, el texto original fue objeto de una fuerte oposición por parte de los Estados miembros, situación que motivó la revisión de: instrumento en varias oportunidades, hasta llegar, en marzo de 2003, a la aprobación del texto final.

El artículo mencionado, establece la necesidad de determinar reglamentariamente la participación que tendrá la consideración de significativa; las reglas y plazos de cómputo de la misma; los términos de la oferta, si debe ser irrevocable o puede someterse a condición, así como las garantías exigibles según la forma de contraprestación ofrecida (dinero o valores); la modalidad de control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); las limitaciones a la actividad del órgano de administración de la sociedad cuyas acciones sean objeto de la oferta; el régimen de las posibles ofertas competidoras; las reglas de prorrateo; las operaciones exceptuadas de este régimen y, en general, el procedimiento que debe llevarse a cabo en este tipo de operaciones, así como las sanciones que deben imponerse a quienes incumplan esta obligación.

En desarrollo esta disposición, en julio de 1991 se aprueba el texto regulador de las OPAS contenido en el RD 1197/1991 de 26 de julio sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores⁵, exigiendo como presupuestos obligatorios para el lanzamiento de una OPA, límites cuantitativos fijados en la pretensión de una adquisición representativa de un 25% del capital social de la empresa afectada.

La proliferación de operaciones de toma de participación a precios muy superiores a los de mercado -justo por debajo del 25% del capital- que otorgaban el control de la sociedad al comprador, en términos permitidos por el RD 1197/1991, pusieron de manifiesto la insuficiencia de esta norma, haciendo necesaria su reforma con el objeto de lograr una mayor protección al accionista minoritario cuando se producen cambios de control en las sociedades⁶, esta modificación tiene lugar en el año 2003, gracias a la promulgación del RD 432/2003 de 11 de abril por el que se modifica el RD 1197/1991 de 26 de julio sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores⁷.

Los cambios legislativos introducidos por el RD 432/2003 han sido tan importantes, que se ha llegado a hablar de una nueva etapa en el mercado español de OPAS, esto lo podemos observar con un simple análisis numérico de lo que ha ocurrido en el sector. Antes de la reforma del RD 1197/1991 hasta el año 2002, se realizaron un total de 142 OPAS⁸; para el año 2003, esta cifra se multiplicó en forma considerable, el volumen de las ofertas superó sustancialmente las realizadas

durante el año 2002, alcanzando la cifra de 4.333 millones de euros⁹.

III. Las reformas del Real Decreto 432/2003

1. Consideraciones previas: las OPAS y el control societario

Las OPAS tienen por finalidad alcanzar el control de una sociedad, al lado de otros mecanismos que permiten adquirir este tipo de control (compras privadas de acciones, por ejemplo), el sistema de OPAS resulta el más adecuado ya que ofrece mayores garantías para los inversionistas, a la vez que otorga mayor protección a los accionistas, al proporcionar seguridad y un trato transparente e igualitario para quienes participan en la operación.

La doctrina española considera que la toma de control de una sociedad trae importantes consecuencias para las empresas, ya que lleva consigo la facultad de administración y la posibilidad de rentabilizar el valor de la propia inversión, convirtiéndose en un bien susceptible de ser adquirido y transmitido, conforme al principio de la libre negociabilidad de las acciones¹⁰.

Las operaciones de toma de control también resultan un mecanismo idóneo para la sustitución de administradores ineficientes y en general como medios de optimización de la gestión empresarial. Al producir la toma de control de una sociedad, las OPAS pueden llegar a perjudicar a los accionistas minoritarios de la sociedad afectada por la oferta, es por ello que se hace necesario someter el proceso a un control legislativo.

El régimen de las OPAS permite la toma de control en forma ordenada y equitativa, cumpliendo una función económica importante, al facilitar las operaciones de reordenación y reorganización de las estructuras empresariales y la progresiva adaptación de éstas a formas y tamaños más rentables y eficientes¹¹.

Para determinar cuándo existe una toma de control, el RD 432/2003 establece una serie de circunstancias objetivas, entre ellas destacan: la adquisición o aumento de una participación significativa en la sociedad y el nombramiento, ya sea directo, indirecto o en concierto, de un porcentaje relevante de los miembros de su órgano o consejo de administración.

⁵BOE nº 184 de 2 de agosto de 1991.

⁶Esta situación se puso de manifiesto en tres importantes operaciones de compraventa de acciones de las sociedades Dragados, Vallehermoso y Metrovacesa, estas negociaciones tuvieron lugar entre abril y mayo de 2001, realizándose al amparo de RD 1197/1991 por importes inferiores al 25% del capital social pero que otorgaban el control de la sociedad afectada al comprador, en estos casos el vendedor del paquete accionario recibió primas inusualmente elevadas. Al no constituir esta operación un supuesto de OPA obligatoria, ya que RD 1197/1991 sólo obligaba a formular la OPA cuando se alcanzase una participación igual o superior al 25%, los accionistas minoritarios quedaron excluidos del beneficio de la plusvalía de las acciones, quienes se vieron sustancialmente perjudicados por el descenso experimentado en las acciones como consecuencia de esta operación. Vid. "La regulación de las OPAS: tema de debate entre UE y España", Servicio de Estudios, Bolsa de Madrid, octubre, 2002, p. 15.

⁷BOE nº 88, de 12 de abril de 2003.

⁸Esta cifra la hemos tomado de un análisis de mercado de las OPAS en España realizado por PALACÍN SÁNCHEZ, María José: "Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-1992)", *Bolsa de Madrid*, enero 2004, p. 73.

⁹De acuerdo con un estudio realizado por la Bolsa de Madrid, el volumen de las OPAS alcanzó, para el año 2003, la cifra de 4.333 millones de euros, monto que supera en más de cinco veces la obtenida en el año anterior. Vid. RIVERO Ana: "Las OPAS acapara protagonismo en el mercado en 2003", *Bolsa de Madrid*, febrero, 2004, p. 68.

¹⁰GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier: *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras*. Estudios sobre OPAS, Civitas Ediciones, S.L., Madrid, 1999, p. 25.

¹¹*Ibid.* p. 26.

2. Las reformas introducidas por el RD de 2003

La obligatoriedad de formular una OPA tiene su fundamento en el principio de igualdad que debe regir el sistema de OPAS, en el texto de la Directiva 2004/25/CE este principio lo encontramos en el artículo 3º que establece: “...*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*”

En España, bajo los postulados del RD 1197/1991, el principio de igualdad era objeto de vulneración, debido a las prácticas realizadas por algunas empresas que adquirirían un porcentaje de participación inferior al 25% del capital de la sociedad afectada mediante el pago de un alto precio, perjudicando los derechos de los pequeños accionistas, llegando a detentar el control de la sociedad en detrimento de este pequeño grupo, esta fue la razón principal de la reforma.

2.1. La inclusión de nuevos supuestos obligatorios

La reglamentación de 2003 agrega un nuevo supuesto general basado en la toma de control de la sociedad a través de la adquisición de una participación significativa, incluyendo aquéllas que estén por debajo del 25% del capital social.

En términos del artículo 1.2. del RD 432/2003: “*tendrán la consideración de participación significativa, en sus respectivos casos, todas aquéllas que representen porcentajes iguales o superiores al 25 y al 50 por cien del capital de la sociedad afectada, así como aquellas que, representando un porcentaje inferior, reúnan las condiciones previstas en los apartados 5 y 6.*”

Con la finalidad de otorgar mayor protección a los accionistas minoritarios, el RD 432/2003 amplía los supuestos de OPA obligatoria, extendiendo la obligación de realizar una OPA a los casos que mencionaremos seguidamente, los cuales sistematizamos según el tipo de OPA. Es de destacar que el RD 1197/1991 aun se encuentra vigente, el RD 432/2003 lo que hace es reformar esta norma en los aspectos que iremos mencionando a lo largo de este estudio, en razón de esta situación, se mantienen los supuestos obligatorios contemplados originalmente en el RD 1197/1991.

2.1.1. En las OPAS a priori

Una OPA a priori tiene lugar cuando se exige que la oferta se realice con anterioridad a la adquisición de la participación significativa. El artículo 1º, apartado 5 del RD 423/2003, establece dos nuevos supuestos de OPAS a priori. El primero de ellos tiene lugar cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 25% del capital de la sociedad afectada, el

segundo se refiere a la obligatoriedad de realizar una OPA sobre el 100% de capital de la sociedad.

1. La adquisición de una participación inferior al 25%

En este caso, la OPA deberá realizarse sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias:

- a) Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o que, sin llegar al porcentaje señalado, la participación permita designar un número de consejeros que, unidos a los que ya se hayan designado, representen más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.
- b) Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior.

2. La obligación de formular la OPA sobre el 100 % del capital

De acuerdo con el apartado 6 del artículo 1º del RD, la obligación de formular la OPA sobre el 100% de los valores de la sociedad afectada tiene lugar:

- a) Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada.
- b) Cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 50 % del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias:
 1. Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos a los que ya se hayan designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.
 2. Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior.

Con la finalidad de garantizar la protección de los accionistas minoritarios, la nueva norma contempla una situación que no estaba prevista en el texto original del RD 1197/1991, este supuesto se refiere en concreto a la designación de consejeros, aún cuando la participación que logre alcanzar la sociedad sea inferior al 50% del capital, si esta participación permite la designación de consejeros o cuando simplemente se tenga la intención de designarlos, se deberá formular una OPA sobre el 100% del capital.

2.1.2. En las OPAS a posteriori

Las OPAS a posteriori son obligatorias “...*en los casos en que una persona física o jurídica, como resultado de su*

propia adquisición o de la adquisición por parte de personas que actúan en concierto con ella, posea valores que, añadidos a las participaciones que ya posea, tanto por sí como por terceros, le confieran un porcentaje de derechos de voto que le otorguen el control de la sociedad.”¹²

De acuerdo con los principios establecidos en el artículo 3.5º del RD 423/2002, también hay obligación de formular una OPA:

1. Cuando se haya adquirido una participación inferior al 25 % del capital de la sociedad afectada, en este caso, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las mismas circunstancias indicadas en el caso de las OPAS a priori (participación igual o superior al 5% -o aun inferior- que permita designar un número de consejeros que represente más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada).
2. Cuando se haya adquirido una participación inferior al 50 % del capital de la sociedad afectada. En este caso se deberá realizar una OPA sobre el 100% del capital de la sociedad afectada, cuando concurren simultáneamente las siguientes circunstancias:
 - a) Que se haya alcanzado una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o que, sin llegar al porcentaje señalado, la participación permita designar un número de consejeros que, unidos a los que ya se hayan designado, represente más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.
 - b) Que el adquirente haya designado el número de consejeros señalado en el párrafo anterior, en los 24 meses siguientes a la adquisición.

Al tratarse de una OPA a posteriori, el supuesto de hecho varía un poco, ya no se trata de que se tenga la intención de designar consejeros, sino que efectivamente estos hayan sido designados con posterioridad a la adquisición.

El artículo 3º del RD 432/2003 regula las adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa y la designación posterior de miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. En relación con el plazo para formular las OPAS a posteriori, exigidas en virtud de la designación de consejeros, el apartado 7 del artículo 3º indica que la solicitud de autorización de la oferta debe proponerse en el plazo de dos meses contados a partir de la fecha de aceptación del cargo por los consejeros.

Para determinar el precio, se tomarán los criterios establecidos en el artículo 7º que indica que el precio

ofrecido, que deberá ser objeto de autorización expresa por la CNMV y de explicación en el folleto de la oferta, no podrá ser inferior al que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, al menos los siguientes criterios:

- a) Valor teórico contable de la sociedad.
- b) Valor liquidativo de la sociedad.
- c) Cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de exclusión, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
- d) Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna OPA en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

2.1.3. El caso de las OPAS parciales

De acuerdo con los principios establecidos en el artículo 60º de la LMV, la OPA debe dirigirse a todos los titulares de los valores, siguiendo esta orientación, el artículo 7º del RD 432/2003 exige que la oferta sea propuesta a todos los titulares de las acciones de la sociedad afectada, incluidos los accionistas 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 y cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles en ellas.

En las OPAS parciales, si bien la oferta es realizada a todos los titulares, el oferente establece un límite máximo de los valores que desea adquirir. En el ámbito del Derecho español se permite el régimen de OPAS parciales desde 1991. La obligación de realizar una OPA sobre un número de valores que represente como mínimo el 10% del capital de la sociedad afectada en los casos de OPAS a priori y a posteriori indicados anteriormente, constituye un claro ejemplo de OPAS parciales.

2.1.4. OPAS totales

A diferencia de las OPAS parciales, en las OPAS totales la oferta debe dirigirse al 100% de los valores de la sociedad afectada. Como ya indicamos, se exige la obligación de realizar una OPA total cuando se pretenda alcanzar o se haya alcanzado una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada o cuando se tenga la intención o se haya designado un número de consejeros en los términos expresados en el RD 432/2003.

2.2. Designación de consejeros

Al constituir la designación de consejeros o la intención de designarlos, un supuesto de OPA obligatoria, es

¹² RAMÍREZ-VILLALOBOS, Fresia: "Las ofertas públicas de adquisición (OPAs)", *Revista Acta Académica* No.29, Noviembre, 2001, p. 4.

necesario establecer ciertos criterios que ayuden a determinar cuando estamos en presencia de este supuesto de hecho, a tal efecto, el RD 432/2003 introduce una nueva disposición, contenida en el artículo 3.9º que prevé una presunción de carácter *iuris tantum* que supone que los consejeros han sido nombrados por el titular de una participación significativa, o que éste tenía intención de nombrarlos:

- a) Cuando han sido nombrados expresamente por esta persona o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo
- b) Cuando los consejeros nombrados sean altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios al titular de la participación significativa o sociedades pertenecientes a su mismo grupo
- c) Cuando el acuerdo de nombramiento se haya adoptado contando con los votos a favor emitidos por el titular de la participación significativa 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 significativa de que se trate o una sociedad pertenecientes a su mismo grupo
- e) Cuando en la documentación societaria en la que conste el nombramiento, el titular de la participación significativa 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 aquel.

2.3. El régimen de excepciones

La regulación de 2003 elimina la excepción de la obligación de formular una OPA en el caso de adquisiciones que se produzcan como consecuencia de un proceso de reestructuración de sectores económicos, cuando medie acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. De acuerdo con el contenido del preámbulo del RD 432/2003, esta excepción se suprime con la finalidad de reducir la intervención pública en procesos que deben dejarse al libre funcionamiento del mercado.

Las novedades en el régimen de excepciones a la obligación de formular una OPA las encontramos en el artículo 4º y se refieren a tres casos en particular:

- a) Cuando todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones representativas del capital de la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición.

b) Cuando la operación haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto de la sociedad por parte del adquirente, de acuerdo con la Ley 16/1989 de 17 de julio de Defensa de la Competencia, siempre que concurren simultáneamente las siguientes condiciones:

1. Antes de producirse la adquisición, los socios que ejercen el control conjunto disponen conjuntamente de una participación en la sociedad superior al 50% y han designado entre ellos más de la mitad de los miembros de su órgano de administración.
2. Como consecuencia de la adquisición, no se incrementará el número de consejeros designados por el adquirente.
3. El aumento de la participación en el capital que ostenta el adquirente no supera el 6% en un periodo de 12 meses, sin que en ningún caso aquélla pueda alcanzar o sobrepasar el 50%.

c) Cuando se adquiera una participación significativa como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones por efecto de un convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal, siempre que el titular de dichos créditos sea el titular originario, y no por cesión de estos.

La exclusión referida a la calificación de la adquisición por parte del Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto de la sociedad por parte del adquirente, ha sido criticada por la doctrina considerándola como una excepción, discriminatoria¹³, compleja y de difícil aplicación en tanto que responde a un caso concreto¹⁴.

2.4. La comunicación de participaciones significativas

De acuerdo con la normativa incluida en artículo 1.9º del RD 432/2003, quienes adquieran en una sociedad cotizada un número de valores que determine que el porcentaje de capital que quede en su poder alcance el 5% o sus sucesivos múltiplos, o uno inferior que permita designar un número de consejeros que, unidos a los que ya se hayan designado, representen más de un tercio de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, deberán incluir en la comunicación prevista en el artículo 1º del RD 377/1991, del 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias, una declaración que señale que el adquirente no está incurso en ninguno de los supuestos que obligan a formular una OPA.

La introducción de esta norma ha sido objeto de críticas al no expresar el alcance temporal de la declaración ni los efectos de una actuación contraria¹⁵. No obstante esta situación, consideramos necesario destacar la función

¹³ Un sector de la doctrina, considera esta excepción como discriminatoria ya que al exigirse que la situación de control haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia, se excluyen situaciones de control conjunto calificadas por la Comisión Europea, o que, existiendo en la práctica, no hayan sido calificadas expresamente como tales por ningún órgano competente. Vid. FRESHFIELDS, BRUCKHAUS DERINGER: "Reflexiones sobre la reforma del régimen de OPAs", abril 2003, p. 26. (<http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/spanish/5504.pdf>)

¹⁴ URÍA & MENÉDEZ, "La reforma del régimen de las ofertas públicas de adquisición", Circular informativa, abril, 2003, p. 7. (http://www.uria.com/html/esp/publicaciones/circulares/mercado_valores/mer_Abr03esp.htm)



de la CNMV como órgano de supervisión y control del mercado, con facultades de imponer las sanciones a que haya lugar ante el incumplimiento de la normativa reguladora de OPAS.

2.5. La reforma en el ámbito de las OPAS competidoras

Una de las principales reformas introducidas por el RD 423/2003, se relaciona con la regulación del sistema de OPAS competidoras. En este tipo de OPAS, varias sociedades compiten por adquirir el control de la sociedad afectada. En el nuevo RD, el esquema de las OPAS competidoras se presenta más flexible, esta norma se introduce con la finalidad de estimular la competencia en el mercado.

En el texto original del RD 1197/1991, se permitía la realización de sucesivas OPAS competidoras sin límite en el tiempo, atribuyendo facultad de modificar los términos de la oferta sólo al oferente inicial. En la regulación actual, se permite que todos los oferentes puedan modificar las condiciones de su oferta, situación que representa un avance en relación con la norma de 1991.

El RD 432/2003 da nueva redacción al artículo 33º, estableciendo los plazos y condiciones bajo las cuales pueden presentarse ofertas que compitan con la oferta inicial, la norma elimina la exigencia de mejorar en 5% la oferta inicial y reduce los plazos establecidos en el texto original del RD 1197/1991.

De acuerdo con el apartado a) del citado artículo, las ofertas competidoras deben presentarse antes de transcurridos diez días naturales siguientes al inicio del plazo de aceptación de la última oferta, siempre que no hayan transcurrido más de treinta días naturales¹⁶ del inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial. El apartado b) establece la necesidad de mejorar la última oferta, indicando las condiciones mínimas que deberán contener las nuevas ofertas, (el mismo número de valores de la oferta precedente y por el mismo precio); la mejora puede consistir en un incremento del precio o del valor de la contraprestación ofrecida, o en la extensión de la oferta a un número de valores superior al de la última oferta realizada.

Cuando la mejora sea distinta del incremento del precio o extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que realmente la oferta mejora la última precedente. En ningún caso se considerará que se produce una mejora, cuando la efectividad de la oferta quede condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que la última precedente.

El artículo 36º también ha sido objeto de modificación, permitiendo a todos los oferentes mejorar las condiciones de sus ofertas iniciales. De acuerdo con el apartado 2 de este artículo, una vez iniciado el plazo de aceptación de la última oferta competidora posible o transcurrido el plazo para su presentación, cualquiera de los oferentes, si no retira su oferta, podrá modificar sus condiciones, siempre que cumpla los siguientes requisitos:

- a) Que sean presentadas ante la CNMV el quinto día hábil a efectos bursátiles en sobre cerrado.
- b) Que tenga por objeto, al menos, el mismo número de valores que la máxima de las competidoras y que la contraprestación ofrecida, al menos, igual a la mejor de ellas, 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, bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al máximo de las competidoras.
- c) Que obtenga autorización de la CNMV

2.6. OPAS condicionadas

El tema sobre la admisión de las OPAS condicionadas fue objeto de un intenso debate bajo la antigua normativa del RD 1197/1991, que establecía en forma expresa la irrevocabilidad de la oferta, la posición de la CNMV se inclinaba hacia la no admisibilidad de las ofertas condicionadas sobre la base del principio de irrevocabilidad de la oferta, consagrado en el artículo 21º del RD 1197/1991, no obstante esta situación, es de destacar que el artículo 60º de la LMV establece la posibilidad de someter las OPAS a condición, situación que planteó ciertas discusiones en torno a la admisión de este tipo de ofertas¹⁷.

Bajo la vigencia de esta norma, sólo era posible someter una OPA a la condición de que fuera aceptada por un número mínimo de valores (artículo 15.1.II.d) o que fuera aceptada por las autoridades españolas o comunitarias de la competencia. La situación ha cambiado con la promulgación del RD 423/2003, en la proposición formulada por el Congreso de Diputados al Gobierno para el cambio en la normativa reguladora de las OPAS, se pone de manifiesto la necesidad de admitir *"...que las OPAS se presenten de forma condicionada como mecanismo para luchar contra el blindaje de los equipos directivos de las sociedades cotizadas, lo que exige establecer, con carácter general, una regulación precisa, en beneficio de la seguridad jurídica, en relación con los blindajes de las OPAS sometidas a condición"*.

En atención a esta petición, el RD 432/2003 introduce un nuevo párrafo en el artículo 21º, conforme al cual, es admisible someter la eficacia de las OPAS a condiciones cuyo cumplimiento implica la adopción de acuerdos por

¹⁶ Vid. FRESHFIELDS: "Reflexiones...", op. cit., p. 18.

¹⁶ En este aspecto, la regulación anterior planteaba serias dudas ya que el artículo no aclaraba si se trataba de días naturales o días hábiles.

¹⁷ Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier: "¿Cabe formular una OPA bajo condición?". *La Ley*, número 5073, 12 de junio de 2000, pp. 1-7.

los órganos sociales de la sociedad. En opinión de la doctrina y de acuerdo con los términos de la proposición del Congreso de Diputados citada anteriormente, la reforma parece destinada únicamente a luchar contra los blindajes estatutarios, en especial, contra las limitaciones de los derechos de voto, mayorías cualificadas o requisitos (temporales y personales) para acceder al consejo de administración de la sociedad afectada¹⁸.

2.7. El sistema de garantías

Antes de la reforma del RD 1197/1991, las garantías para asegurar las ofertas debían constituirse previamente a la presentación de la respectiva OPA. El RD 432/2003 da nueva redacción al artículo 16º, permitiendo acreditar el aval hasta dos días después de la presentación de la OPA, el citado artículo establece que en el supuesto de que las garantías se constituyan mediante aval de una entidad crédito, los documentos acreditativos podrán presentarse dentro de los dos días hábiles siguientes a la notificación del acuerdo de suspensión de la negociación de los valores exigido en el artículo 13º. Esta disposición se introduce con la finalidad de disminuir los riesgos de fuga de información privilegiada que implica la negociación de los avales con las entidades financieras.

En vista del perjuicio que puede producirse en el mercado por virtud del uso indebido de información privilegiada, todas aquellas personas (particulares y funcionarios) que tengan conocimiento de la presentación de una solicitud de OPA ante el órgano supervisor o entidad reguladora, están obligadas a guardar secreto sobre la misma. Dicha obligación se mantendrá mientras las respectivas diligencias no sean aprobadas y no se haya verificado la publicidad de la información¹⁹.

III. La Directiva sobre OPAS

1. Ámbito de aplicación

De acuerdo con el artículo 1º, la Directiva sobre OPAS tiene por objeto la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas, los códigos de prácticas u otros instrumentos de los Estados miembros, 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.

Al basar sus postulados en la coordinación de las disposiciones legales aplicables a las OPAS, es necesario determinar si la legislación española actual sigue los principios establecidos en la Directiva. Es de destacar

que aún cuando la normativa española es anterior a la comunitaria, los trabajos legislativos se basan en la Propuesta de Directiva aprobada en el año 2002, cuyo texto es seguido muy de cerca por la Directiva actualmente en vigor.

2. Principios generales

Los principios generales que deben inspirar las legislaciones de los Estados miembros en el momento de regular las OPAS, se encuentran establecidos en el artículo 2º de la Directiva 2004/25/CE. Como veremos a continuación, estos principios son seguidos por el legislador español en la normativa que rige la materia.

2.1. Igualdad de trato

De acuerdo con este principio, 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. Es de destacar que las modificaciones establecidas en el RD 432/2003, se introducen con la finalidad de garantizar el respeto al principio de igualdad de trato que fue objeto de vulneración durante la vigencia del texto original de RD 1197/1991. En distintas disposiciones de la norma se menciona la igualdad de trato; el artículo 10º indica que las OPAS podrán formularse como compraventa, como permuta o como ambas cosas a la vez, debiendo asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias. En este mismo sentido destacan las disposiciones contenidas en el artículo 22º que regulan la modificación de la oferta, indicando que las modificaciones deberán respetar el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias.

2.2. Derecho de información

El apartado b) del artículo 2º de la Directiva 2004/35/CE, establece la necesidad que los titulares de valores de una sociedad afectada dispongan de tiempo e información suficiente para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa.

Este principio es desarrollado en los artículos 6º, 8º y 10º del texto de la Directiva. El artículo 6º impone a los Estados miembros la obligación de velar porque se haga pública la decisión de presentar una oferta y se informe al respecto a la autoridad supervisora, también establece la obligación del oferente de elaborar y publicar oportunamente un folleto de oferta que contenga la información necesaria para

¹⁸FRESHFIELD: "Reflexiones...", op. cit., p. 18

¹⁹RAMÍREZ-VILLA: OBOS, Fresia: "Las ofertas públicas...", op. cit., p. 6.

que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión con pleno conocimiento de causa, determinando el contenido del folleto. El artículo 8º se refiere a las condiciones requeridas para la publicidad de la oferta, 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.

El artículo 10º establece la obligación de publicar información detallada sobre la sociedad afectada en lo relativo a estructura del capital, restricciones a la transmisibilidad de valores, participaciones significativas directas o indirectas, mecanismos de control del voto, restricciones al ejercicio del derecho al voto, 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, los poderes de los miembros del órgano de administración o dirección, entre otros aspectos.

En el marco de este derecho se establece la necesidad de respetar las normas relativas a la información y consulta de los representantes de los trabajadores de la sociedad oferente y la sociedad afectada, establecidas en la legislación específica. El Considerando número 23 de la Directiva, pone de manifiesto la importancia de 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. También se prevé la posibilidad de que los Estados miembros puedan aplicar o introducir disposiciones nacionales en materia de información y consulta de los representantes de los trabajadores de la sociedad oferente antes de la presentación de la oferta²⁰.

En el ámbito del Derecho español, los artículos 15º, 16º y 18º de la normativa vigente regulan el derecho a la información, estableciendo las indicaciones mínimas que debe contener el folleto explicativo de la oferta, la documentación que ha de acompañarse al folleto y las normas de publicación de la oferta. El RD no regula la consulta a los representantes de los trabajadores de las sociedades, sólo prevé la remisión del informe sobre la oferta por parte de la sociedad afectada a la representación de los trabajadores.

2.3. La defensa de los intereses de la sociedad y de los accionistas

La Directiva sobre OPAS exige al órgano de administración o dirección de la sociedad afectada, la obligación 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. En esta misma línea, las normas vigentes del RD 1197/1991, al establecer la limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada, prohíben al órgano de administración, la realización de cualquier acto que pueda perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios.

2.4. Transparencia de los mercados

El apartado d) del artículo 2º de la Directiva sobre OPAS prohíbe expresamente la creación de falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta, de forma tal que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados.

Para asegurar la transparencia y el normal funcionamiento del mercado, las disposiciones en vigor del RD 1197/1991, establecen la necesidad de suspender la negociación de los valores afectados por la oferta, esta suspensión tiene lugar una vez que la CNMV reciba la solicitud de autorización y se mantiene hasta que se proceda a la publicación de la oferta.

2.5. Garantía de las ofertas

De acuerdo con el texto del artículo 2º, apartado e) de la Directiva 2004/25/CE, un oferente únicamente deberá anunciar una oferta una vez se asegure 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.

Para garantizar el cumplimiento de las obligaciones del oferente, el artículo 11º del RD 1197/1991 consagra el régimen de garantías, estableciendo la obligación de acreditar ante la CNMV, la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta.

2.6. El funcionamiento de la sociedad afectada

La existencia de una OPA produce ciertas consecuencias que obstaculizan el normal funcionamiento de la sociedad afectada, de acuerdo con el apartado e) del artículo 2º de la Directiva sobre OPAS, 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.

²⁰ Considerando Nº 23.

En España, la proposición de una OPA trae como consecuencia la suspensión de la negociación de valores y las limitaciones a la actuación de los órganos de administración de la sociedad afectada, en consonancia con los principios establecidos en la norma comunitaria, el RD prevé que estas situaciones, que afectan al normal funcionamiento de la sociedad, sean de carácter temporal. La suspensión de la negociación de los valores se produce desde la solicitud de autorización hasta la publicación de los anuncios de la oferta pública, mientras que las limitaciones a la actuación de los órganos de la administración comienzan a hacerse efectivas desde la publicación de la suspensión de las negociaciones hasta la publicación del resultado de la oferta.

3. La autoridad de supervisión

El artículo 4º de la Directiva 2004/25/CE, establece la obligación de los Estados miembros de designar la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las OPAS. Estas autoridades deberán ser públicas o asociaciones u organismos privados reconocidos por la legislación nacional o por las autoridades públicas expresamente facultadas a tal fin por la legislación nacional. De acuerdo con el apartado 2 de esta norma, 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. En España, de acuerdo con el artículo 60 de la LMV, el control administrativo de las OPAS corresponde a la CNMV.

4. Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo.

El artículo 5º establece la necesidad de proteger a los accionistas minoritarios al indicar que 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 tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen en 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, dicha persona estará obligada a presentar una oferta que debe dirigirse a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores y a un precio equitativo.

De acuerdo con el apartado 3 de este artículo, el porcentaje de derechos de voto que confiera el control de la sociedad, así como su método de cálculo, se determinarán por las normas del Estado miembro en el

que la sociedad tenga su domicilio social. En España, el artículo 1º del RD 1197/1991, modificado por el RD 432/2003, al establecer los supuestos de obligatoriedad de las OPAS, se refiere a la adquisición de una participación significativa en el capital con derecho a voto, indicando, en su artículo 2º, la forma de realizar el cómputo de la participación significativa.

La normativa relacionada con el precio, la encontramos en el apartado 4 del artículo 5º de la Directiva sobre OPAS, esta disposición se refiere a un "precio equitativo", entendiéndose por tal, el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o las personas que actúen en concierto con él, 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. Si el oferente o las personas que actúen en concierto con él, 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.

Los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio atendiendo a criterios claramente determinados, en este aspecto se sugiere la elaboración de una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja, citándose como ejemplo, que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor; que los precios del mercado de valores en cuestión se hayan manipulado; y que los precios se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales o a fin de permitir el saneamiento de una empresa en crisis²¹. En todo caso, la decisión de las autoridades de modificar el precio equitativo deberá ser motivada y pública.

En relación con la contraprestación, el apartado 5 establece la posibilidad de ofrecer valores, efectivo o una combinación de ambos. 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, el efectivo. Los Estados miembros podrán prever que se ofrezca, en todos los casos de contraprestación en valores, al menos como opción, una contraprestación en efectivo.

Las previsiones contenidas en el artículo 5º de la Directiva sobre OPAS son seguidas muy de cerca por la normativa española, en la primera parte de este estudio analizábamos el refuerzo en la protección de los accionistas minoritarios gracias a la introducción de nuevos supuestos obligatorios de OPAS, en relación con la toma de control, la norma española va más allá del texto de la Directiva, al incluir, dentro de los

²¹ Los Estados miembros también podrán definir los criterios que deberán utilizarse en estos casos, la Directiva cita como 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.

supuestos obligatorios, la designación de consejeros. En relación con el precio, el artículo 7º del actual RD 1197/1991 establece las bases para determinar un precio justo, también se permite que la contraprestación sea en valores o efectivo, sin embargo, no existe ninguna previsión que incluya como opción a la contraprestación en valores el efectivo.

5. Condiciones de la oferta

Respecto a las condiciones que deben regir las ofertas, el artículo 13º de la Directiva sobre OPAS impone a los Estados miembros la obligación de establecer normas que regulen, como mínimo, los siguientes aspectos:

- 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.

Como hemos visto en el apartado III de este estudio, el RD 432/2003 introduce toda una normativa relacionada con las ofertas competidoras y las ofertas sometidas a condición, en el Capítulo III del RD 1197/1991 que se mantiene vigente, se contemplan previsiones relacionadas con la modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta; la publicación de los resultados está regulada en el artículo 27º.

Una situación que no se encuentra del todo clara en el RD español es la caducidad de la oferta, no obstante, el artículo 19º establece que el plazo de aceptación no podrá ser inferior a un mes ni superior a dos meses, contado a partir de la fecha de publicación del primer anuncio de la oferta; en relación con este aspecto, el artículo 7º de la Directiva establece que el plazo de aceptación de la oferta no podrá ser inferior a dos semanas ni superior a diez, contado a partir de la fecha de publicación del folleto de oferta, con posibilidad de prórroga.

6. Efectos de la OPA

6.1. Limitación de los poderes del órgano de administración

De acuerdo con el apartado 6 del artículo 9º de la Directiva sobre OPAS, 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.

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 actividades²².

A partir del momento en que la sociedad afectada reciba la información de la oferta y hasta tanto su resultado no se haya hecho público o la oferta haya caducado, el órgano de administración estará obligado a obtener la autorización previa de la Junta General de accionistas 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 adquirir el control de la sociedad afectada.

En relación con este aspecto, el artículo 14º del RD español establece la obligación del órgano de administración de abstenerse de realizar o concertar operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que puedan perturbar el desarrollo de la oferta. En particular se prohíbe: a) acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores que den derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta General; b) efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta; y c) proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando puedan frustrar o perturbar la oferta.

6.2. Obligación de emitir informe

El apartado 5 del artículo 9º de la Directiva 2004/25/CE, establece la obligación del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de redactar y hacer público un documento que contenga un 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 sobre la sociedad afectada y sus repercusiones probables en el empleo y la localización de los centros de actividad. Este informe también debe comunicarse a los representantes de los trabajadores de la sociedad o directamente a los trabajadores, quienes tienen derecho a realizar su propio dictamen sobre las repercusiones en el empleo, cuando el dictamen de los trabajadores sea distinto al realizado por el órgano de administración, se adjuntará al documento.

En la legislación española este deber se encuentra previsto en el artículo 20º del RD 1197/1991 que exige la redacción de un informe que contenga las observaciones a favor o en contra de la oferta, obligando al órgano de administración a manifestar

²²Considerando Nº 16.

expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquella, así como a expresar su opinión de respecto a la oferta, y la intención de aceptar la oferta por aquéllos que sean titulares de valores afectados. La norma, aunque prevé la remisión del informe a la representación de los trabajadores, no establece la posibilidad de que éstos realicen el dictamen sobre las repercusiones de la oferta en el empleo, tal como se prevé en la Directiva.

6.3. Ventas y compras forzosas

De acuerdo con el texto de la Directiva sobre OPAS, los Estados miembros deben adoptar las medidas para permitir que los oferentes que hayan adquirido como resultado de una OPA un determinado porcentaje de capital de la sociedad con derecho a voto, puedan exigir que los titulares de los valores restantes le vendan dichos valores. En igualdad de condiciones, los titulares de los valores pueden obligar al oferente que les compre sus valores.

Los procedimientos de compra y ventas forzosas deben aplicarse cuando se cumplan determinadas condiciones vinculadas a la OPA. El artículo 15º de la Directiva establece las condiciones en que pueden establecerse los derechos de venta y compra forzosa, indicando que éstos tendrán lugar: 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 afectada²³; o b) cuando haya adquirido o se haya comprometido a adquirir, en virtud de la aceptación de la oferta, valores que representen el 90% del capital que confiera derechos de voto y el 90% de los derechos de voto incluidos en la oferta. Estas situaciones no se encuentran reguladas en el texto del RD 1197/1991, circunstancia que ha de tenerse en cuenta en una futura reforma.

V. Conclusiones

1. En España el régimen actual aplicable a las OPAS se encuentra previsto en el RD 1197/1991 de 26 de julio sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, modificado por el RD 432/2003 de 11 de abril. Con el objeto de reforzar la protección de los accionistas minoritarios, el RD 432/2003 agrega nuevos supuestos obligatorios en el esquema de OPAS, mejora el sistema de OPAS competidoras, introduce la normativa aplicable a las OPAS sometidas a condición, establece nuevas excepciones a la obligación de formular una OPA y modifica el sistema de garantías, permitiendo la acreditación del aval hasta dos días después de la presentación de la oferta.
2. La aprobación 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, representa un avance de gran significado en materia de legislación de OPAS ya que logrará la aproximación de normas existentes en el Espacio Económico Europeo, que establecen regímenes diversos aplicables al sistema de OPAS.
3. Como hemos podido observar a lo largo de este estudio, las previsiones del RD 1197/1991 y sus modificaciones siguen muy de cerca la normativa contenida en la Directiva sobre OPAS, ya que el legislador español parte de la base de los trabajos previos orientados hacia la adopción de la Directiva, no obstante esta situación, consideramos necesario una revisión integral de la norma con la finalidad de lograr su adaptación total a los principios establecidos en la normativa europea.

²³ Los Estados podrán fijar un umbral más elevado que en ningún caso pueda ser superior al 95% del capital que confiere derechos de voto y el 95% de los derechos de voto.



