

OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION DE ACCIONES

Un planteamiento general de problemas.-

Las ofertas públicas de adquisición de acciones -en adelante, OPAS- constituyen una técnica relativamente joven utilizable para conseguir el control de sociedades y, frecuentemente, en un segundo paso, alcanzar un mayor grado de concentración empresarial.

Esta técnica aparece en Inglaterra, tras la segunda guerra mundial, por razones muy diversas. Una de ellas fué la de conseguir beneficios importantes mediante la liquidación de empresas que tenían importantes reservas como consecuencia de las limitaciones establecidas para el reparto de dividendos. Pero no la única; pronto se puso de manifiesto que el mecanismo de las OPAS podrá ser un instrumento eficaz para adquirir el control de otras sociedades, remodelar sus consejos de administración y proceder a fusionar empresas con objeto de alcanzar una dimensión más adecuada para actuar eficazmente en los mercados.

La ágil economía norteamericana, regulada también por un ordenamiento jurídico estrechamente emparentado con el británico, pronto asume el instrumento como especialmente útil para empresas habituadas a actuar en mercados muy competitivos en los que la agresividad financiera y comercial es una de sus notas distintivas y que son proclives a utilizarlo como método de lucha empresarial.

Más lentamente y con características distintas el sistema se extendió a otros países (Alemania, Italia, Francia, Bélgica) y al nuestro, en el que, tras las recomendaciones de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores de 1977, es objeto de regulación por el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, derogado y sustituido posteriormente por el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero. La virtualidad de esta norma para solucionar los problemas prácticos que las OPAS presenten en nuestros días es el tema que, recientemente, ha acaparado la atención del mundo financiero.

En efecto, la fallida operación planteada por el Banco de Bil--

bao para hacerse con el control de Banesto y proceder posteriormente a la reordenación de estas dos grandes entidades bancarias con objeto de alcanzar una dimensión suficiente para afrontar - los retos que supone nuestra integración en el Mercado Común Bancario, ha planteado, incluso con brusquedad, los grandes temas - que aparecen implicados en el funcionamiento de las OPAS.

Temas que, con afán de síntesis, son reconducibles a dos - grandes grupos: los atinentes al Derecho de Sociedades y los relativos al mercado bursátil.

La OPA, de una parte, supone una transmisión de acciones calificada porque acarrea un efecto básico de control de una sociedad por otra, lo que supone, casi necesariamente, la ocupación de -- puestos en el Consejo de Administración de la sociedad controlada. Es claro que si la OPA ha sido negociada entre ambos Consejos no tienen por qué producirse fricciones, pero si se trata de una OPA "hostil", como se ha denominado, o agresiva, habrá que plantearse si se ha de conceder cierta capacidad de respuesta al Consejo de Administración de la sociedad cuya ocupación se pretende o debe quedar inerte ante la decisión, en uno u otro sentido, que podrán adoptar los accionistas.

En segundo lugar, respecto de los accionistas de ambas sociedades, la rapidez con la que la operación tiene que desarrollarse implica, por parte de los de la sociedad oferente, la imposibilidad práctica de suministrarles información de los propósitos del Consejo de Administración al diseñar y ejecutar la operación financiera. Por parte de la sociedad a la que se dirige la oferta, los accionistas pueden tener que asumir el riesgo de decidir cuál de las posibles ofertas es la más conveniente a sus intereses y, en todo caso, en cuanto que el contravalor que se les ofrecerá - por sus acciones es distinto del de cotización, pierden -aunque sea favorable- la guía segura del mercado bursátil. Su reflexión muy bien podría ser: "si se me ofrece X más de lo que marca el -

mercado (cotización) por mis acciones: ¿es realmente su valor el ofrecido o, en puridad, habría de ser más alto?". La perplejidad del accionista puede, además, y como hubiera podido ocurrir en el reciente caso español, verse agudizada por ofertas competidoras que no fueran homogéneas: una ofreciendo títulos y dinero y otra ofreciendo sólo efectivo. ¿Cuál hubiera sido el valor de cotización de los títulos ofrecidos una vez terminada satisfactoriamente la operación?. Y un punto que, especialmente para el accionista puede tener un interés fundamental: ¿Cuál es el coste fiscal de la operación?.

Más aún, la toma de control de la sociedad puede tener designios muy distintos: desde el mantenimiento de las entidades separadas (aunque unidas ahora por vínculos financieros) hasta la fusión o la simple liquidación de la sociedad ocupada. ¿Son éstas decisiones que han de resolverse en el ámbito puramente privado o, al menos en algún caso, los poderes públicos pueden tener algo que decir?. Sin entrar en mayores profundidades es claro que la fusión, en su caso, tiene su suerte absolutamente vinculada a que los poderes públicos conceden o no los beneficios fiscales necesarios para que su coste fiscal no haga imposible la operación. Y cabe preguntarse ¿Es adecuado el régimen vigente en España para estos supuestos? El tratamiento de los valores mobiliarios que rige en nuestro país respecto de los incrementos de patrimonio puede suponer impedimentos importantes, en la medida en que el régimen especial de las fusiones no ampararía las operaciones de transmisión de los títulos anteriores al planteamiento y ejecución de la fusión propiamente dicha.

- Posibles soluciones.-

1.- ¿Materia legal o materia reglamentaria?.-

La enumeración de cuestiones básicas que acaba de realizarse muestra, en primer término, la íntima conexión en que se mueve la regulación de las OPAS con aspectos fundamentales del Derecho de Sociedades, contenido, en su parte sustancial en normas de --

rango legal. Pues bien, si la regulación de las OPAS se contiene en un Decreto es obvio que tal norma reglamentaria se verá limitada por las prescripciones legales contenidas en la Ley de Sociedades Anónimas y que sus resultados aplicativos no podrán ir en contra de los mandatos de esta última disposición.

La pregunta que inmediatamente se plantea es, justamente, la de si no sería necesario o, al menos, conveniente, que las normas reguladoras de las OPAS tuvieran el mismo rango que las que fijan el régimen de las sociedades. Para, de esa forma, hacer posible la existencia de reglas especiales que primaran sobre las generales, en aquellos aspectos concretos de la materia que pudieran resultar imprescindibles.

En esta misma línea, y en el caso español, podría pensarse en incluir la regulación de las OPAS en las previstas reformas de la Ley de Sociedades Anónimas. Es evidente que esta última reforma se viene encuadrando por las directrices comunitarias en materia de sociedades y que el derecho comunitario, en punto a OPAS, se encuentra todavía en la fase de estudios previos (Informe Pennington) sin que parezca haber avanzado sustancialmente. Pero esta situación de hecho no puede hacer olvidar la oportunidad que el legislador español tiene en el momento presente.

2.- OPAS y Derecho de Sociedades.-

La experiencia española reciente ha puesto de manifiesto, ante todo, dos cuestiones. La primera es la necesidad de enfocar de forma totalmente diferente el análisis de la situación cuando se trate de una OPA negociada que cuando estamos en presencia de una OPA hostil o agresiva, ya que es en este segundo supuesto cuando se plantean problemas, e incluso, como muestra la práctica internacional, puede afirmarse que se reduce notoriamente el porcentaje de operaciones que tienen éxito.

La segunda cuestión que ha quedado de manifiesto es, al menos, la imprecisa regulación que el Real Decreto de 1984 proporciona,

lo que plantea, a su vez, un problema de política legislativa: ¿en qué sentido ha de variarse la regulación de la materia? o, incluso, ¿Debe variarse? La respuesta a esta segunda cuestión es, en principio, más sencilla que a la primera: aunque sólo sea para evitar - el conjunto de dudas -sustantivas y procedimentales- que han quedado en el aire, parece que sería oportuno reglamentar el tema.

Si se aceptan los razonamientos anteriores puede resultar útil someter a revisión las dudas que han surgido en la práctica española para buscar los caminos posibles de clasificación en una futura nueva normativa.

A.- Problemas competenciales.-

La primera cuestión que, a nuestro entender, merecería atención es la de determinar cuál es el organismo o autoridad a quien debería corresponder la ordenación del procedimiento a través del cual se desarrolla este tipo de operaciones. En nuestra actual regulación es la Junta Sindical (o las Juntas Sindicales de las diversas bolsas) la que asume el papel preponderante. y ello, a pesar de que la OPA es, realmente, una operación extrabursátil, pues el precio de las acciones se fija al margen del mercado. No obstante, en la medida en que la operación afectará al desarrollo de las transacciones bursátiles, la intervención de estos órganos está plenamente justificada.

Ahora bien, por otro lado, en cuando que de la OPA puede resultar un proceso de fusiones que afecte a la economía nacional, puede justificarse, asimismo, la intervención de la autoridad económica. Así, en Francia, la formulación de la OPA exige autorización previa del Ministro de Economía y Finanzas.

El primer punto de reflexión que se suscita es, en consecuencia, el de si resulta o no conveniente esa intervención de la autoridad económica, directa o incluso previa, aunque sólo sea en casos excepcionales, para moderar previsibles intervenciones públicas - excesivamente dirigistas. Hallar un punto de equilibrio en este -

tema parece que debería ser esencial en una reelaboración de nuestro esquema normativo.

En segundo lugar, convendría aclarar algunos puntos de nuestro ordenamiento en cuanto a la tramitación de las OPAS, cuando éstas afecten a títulos que cotizan oficialmente en varias Bolsas o Bolsines. A nuestro entender, ha sido -una vez más, la redacción incorrecta del Real Decreto que reglamenta estas operaciones la que ha dado origen a interpretaciones extrañas. En efecto, el artículo 10 del Real Decreto de 1984 no ha sabido distinguir con claridad los dos supuestos diferentes:

1.- Que el valor sólo cotizará en una Bolsa. En este caso, es claro 1) que la resolución sobre la tramitación de la OPA corresponde en exclusiva a la Junta Sindical de esa Bolsa. 2) que la resolución denegatoria o el silencio son recurribles en alzada ante el Ministerio de Economía y Hacienda.

2.- Que el valor coticen en varias Bolsas. En este caso debe haber, para la tramitación de la OPA acuerdo positivo de todas las Juntas Sindicales y si alguna se opusiera o no dictara la resolución en plazo, automáticamente la competencia para resolver se -- atribuye al Ministerio de Economía y Hacienda. Lo contrario sería atribuir una competencia jerárquica superior a una Junta Sindical sobre las demás. En este supuesto, es claro que no habrá opción a recurso hasta el pronunciamiento ministerial; la decisión de una Junta Sindical contraria a las otras no es más que, por emplear -terminología administrativa, un "acto de trámite" no recurrible.

El problema interpretativo hubiera quedado salvado si el art. 10, apartado 1, hubiera hecho referencia al simple dato de que se refiere al primero de los supuestos planteados y si se hubiera regulado la materia relativa a recursos en un tercer apartado del propio precepto.

B.- Ampliaciones de capital: ¿"ex ante" o "ex post"?

Entrando ya en el ámbito del Derecho sustantivo, la OPA puede articularse de muy diversas formas. Puede, en efecto, ofertarse a los titulares de las acciones que se desean adquirir una cantidad de dinero, proponiendo así un contrato de compraventa. O bien puede también ofrecerse otros títulos o una contraprestación compleja de títulos y dinero.

En el caso de ofertar títulos, si éstos son acciones de la sociedad que ha realizado la OPA, puede ocurrir que se encuentren en la cartera de la sociedad oferente o que su Consejo de Administración cuente con la previa autorización de la Junta General de Accionistas para emitirlos. Pero, puede, asimismo, que haya de acordarse la emisión por esta última, porque no nos encontremos en ninguna de las situaciones anteriores.

En este último supuesto es donde se han planteado los problemas, a los que nuestro ordenamiento no ha tenido preparada una respuesta y sobre los que el legislador habrá de tomar posición en el futuro.

Una cosa es evidente. Una interpretación excesivamente rígida de las normas contenidas en la Ley de Sociedades Anónimas puede hacer rigurosamente imposible la OPA agresiva. En efecto, si la operación se plantea en forma de permuta y las acciones de la sociedad oferente han de estar ya emitidas, la virtualidad del factor sorpresa queda anulada, pues el Consejo de Administración -- que proponga a sus accionistas la ampliación de capital habrá de poner de manifiesto sus intenciones.

A falta de previsión expresa por parte del Real Decreto de -- 1984, cuyo artículo 4º se limita a establecer que "la proposición contenida en toda oferta pública de adquisición de valores mobiliarios deberá formularse como compraventa, como permuta o como ambas cosas a la vez" pero sin referirse a la posibilidad de que, en caso de permuta, los títulos no se encuentren ya emitidos, la

doctrina se ha visto obligada a suplir este vacío legal, admitiendo la posibilidad jurídica de la operación apuntada. El razonamiento seguido para ello ha sido distinto pero el resultado final puede considerarse común.

Bien sea partiendo de la idea de que la conclusión de los contratos en que se materializa el procedimiento de la OPA se somete a la condición de emisión de acciones o bien que este acto reviste un puro significado instrumental, que es un acto debido a la propia sociedad, los autores que se han ocupado del tema no han tenido inconveniente en aceptar la viabilidad de la operación.

También aquí simples retoques en la redacción del Decreto, aludiendo a títulos emitidos o "a emitir" hubiera podido salvar fácilmente el presunto escollo. Y ello sin perjuicio de que, si la regulación de la materia se realizara con el rango suficiente, pudiera sentarse un criterio distinto al mantenido por la Ley de Sociedades Anónimas en estos casos excepcionales.

Igualmente es la doctrina la que ya había resuelto el tema relativo al derecho de suscripción preferente de los accionistas de la sociedad oferente respecto de las nuevas acciones. Como es bien sabido el artículo 92 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que "en toda elevación de capital con emisión de nuevas acciones, los antiguos accionistas podrán ejercitar, dentro del plazo que a este efecto les conceda la administración de la sociedad y que no será inferior a un mes, el derecho a suscribir en la nueva emisión un número de acciones proporcional al de las que posean".

A esta norma, pese a su pretendido carácter general -"en toda elevación de capital...- ha de hacerse un repertorio de excepciones (supuestos de fusión, de conversión de obligaciones en acciones), etc) entre los cuales destacan el de las aportaciones no dinerarias, como es el caso, pues hay una permuta de acciones. Como señala el maestro Garrigues las acciones nuevas que no se desembolsan en dinero serán acciones que tienen destinatarios forzosos, frente a los que decae la preferencia de los accionistas.

3.- OPAS y mercado bursátil.

Ya hemos puesto de relieve que la OPA es, en puridad, una operación extrabursátil, pues hay un ofrecimiento de compra en el que el precio justamente, es distinto del que resultaría de la transacción en el mercado bursátil. Pero es igualmente evidente la repercusión que una oferta de este tipo ha de tener en el mercado de valores. De ahí que, la posibilidad de suspensión de la contratación prevista en el artículo 52 del Reglamento de las Bolsas, sea aplicable en estos casos. Este artículo prevé tal suspensión para casos de acontecimientos eventuales o noticias de fuente fidedigna cuyas consecuencias pueden afectar a la estimación de un título o a cualquier otra condición sustancial de los mismos. Y ello, además, sin perjuicio de la suspensión de la contratación y cotización de los títulos que, con carácter cautelar, prevé el propio Real Decreto, regulador de las OPAS.

Desde un punto de vista material, resulta más difícil vaticinar el impacto que, en la futura cotización de las acciones, puede tener una operación de este tipo. Y ello, tanto para las acciones ya en circulación como para las que, en su caso, haya sido necesario emitir. Jugarán todos los condicionantes que cabe esperar funcionen en el mercado.

4.- OPAS y fusiones: aspectos fiscales.-

La OPA en sí misma, no es objeto de ninguna norma fiscal especial. Son, pues, aplicables los principios generales que resultan del sistema tanto en lo que se refiere a la operación de transmisión de títulos como a las plusvalías o minusvalías que esa transmisión puede poner de manifiesto. Distinto es la posterior fusión de sociedades que, siendo objetivo final de la operación, pudiera producirse, a la que serían, en su caso, aplicables los beneficios que para estas operaciones prevén la Ley 76/1980 y su reglamento. (R.D. 2182/1981).

Lo que sería necesario replantear es, precisamente, si esos - beneficios fiscales, y muy especialmente los que se refieren al tratamiento de las plusvalías en los impuestos personales sobre la renta ya que al realizarse un canje de acciones -anterior a la fusión, se pueden producir incrementos de patrimonio por la diferencia entre el valor de los títulos que se reciban en la fecha del canje (o el de cotización inmediata anterior a la misma) y el de adquisición -sin perjuicio, naturalmente, de la posible aplicación de coeficientes de actualización.

Este incremento de patrimonio, que puede llegar a ser fuertemente gravado, en dependencia de las circunstancias de renta de cada sujeto pasivo, puede actuar como un elemento muy negativo para el buen éxito de la operación y lo cierto es que no hay, en nuestro sistema fiscal, mecanismo alguno que permita, lícitamente, corregir estos efectos.

Quizá sea este un nuevo punto de reflexión en la necesaria reconsideración del tratamiento de plusvalías bursátiles que, reiteradamente, se viene requiriendo por los expertos a la Administración.