LA OFERTA PUBLICA DE ADQUISICION. GENESIS, ALCANCE, CONTENIDO Y PROBLEMAS DE LA NORMATIVA VIGENTE

Los problemas que recientemente se han puesto de manifiesto en punto a la utilización práctica de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios son el objeto del presente artículo de **Jaime Zurita.** Se contrasta en él cuáles han sido, en las cercanas experiencias, los puntos conflictivos en la interpretación de las normas que regulan este tipo de operaciones, y se trata no sólo de ofrecer una visión personal al respecto, sino también de sentar criterios para una posible —y parece que necesaria— reforma del sistema, como lo prueba el que en el borrador de Ley del Mercado de Valores se contengan previsiones sobre este punto.

I. INTRODUCCION

EL régimen de las ofertas públicas de adquisición es cuestión que, habiendo preocupado a las instancias interesadas, y prueba de ello es la existencia de dos reales decretos dedicados a la materia en el plazo de cuatro años (reales decretos 1.848/1980, de 5 de septiembre, y 279/1984, de 25 de enero), sin embargo, no había sido objeto de gran interés en la doctrina ni, desde luego, era una cuestión cuyo conocimiento trascendiese de círculos especializados.

Ha bastado con que esta técnica pretendiera ser utilizada por un banco para hacerse de forma agresiva con el control de otro para que hoy la OPA sea una técnica conocida a escala popular y su régimen preocupe ya en ámbitos mucho más extensos, y esto último porque en el caso concreto referido la propuesta que se proponía formular se encontró inadmisible por tres de las cuatro juntas sindicales de las bolsas españolas, una de las cuales, la de Madrid, adoptó la decisión de rechazarla.

La polémica quedaba abierta, y la cuestión relativa a la necesidad de modificar el régimen relativo a las OPA también.

Existe evidentemente un riesgo de que se pretenda vincular excesivamente la cuestión de la reforma con la cuestión de la polémica, y podría decirse que ese riesgo se acrecienta en quienes, de una forma u otra, tuvieron intervención en el asunto que originó tal polémica.

También sería absurdo por esta razón dejar de tratar aquellas cuestiones que han surgido en relación con el citado asunto y que, en gran medida, han tenido un fuerte impacto en la opinión jurídica y han contribuido a sensibilizar a diversas instancias sobre la conveniencia de plantearse la cuestión de una posible reforma de la normativa sobre la OPA.

Lo que se pretende con el presente trabajo es tratar de señalar aquellos aspectos en que la normativa española en materia de OPA presenta deficiencias, lagunas o dificultades de interpretación para, en la medida de lo posible, ofrecer criterios, líneas de interpretación, experiencias de otros derechos que contribuyan a contar con elementos que puedan ser útiles tanto en la aplicación de la normativa vigente como en una eventual reforma.

Con este plantamiento, entendemos que es preciso comenzar haciendo referencia a la génesis de la normativa vigente, pasando luego a hacer una descripción de las líneas generales de su contenido, pues sólo de esta forma podrán situarse debidamente los aspectos problemáticos a los que a continuación se hará referencia.

Entre éstos, habrá que comenzar aludiendo al alcance de la reglamentación vigente para poner de manifiesto las limitaciones que tiene y los peligros que entraña tal limitación. Inmediatamente se pasará a examinar las dos cuestiones que en recientes acontecimientos se han presentado como más polémicas. A saber, las competencias de las juntas sindicales y del Ministerio de Economía y Hacienda en relación, fundamentalmente, con la aprobación de una propuesta de OPA y la admisibilidad, de acuerdo con la vigente reglamentación, de OPA cuya contrapartida sean títulos a emitir de la sociedad oferente, cuya emisión requiere acuerdo posterior de la Junta General.

No obstante, existen otra serie importante de cuestiones que, aun cuando no hayan tenido la notoriedad de las anteriores, pueden suscitar graves problemas en

el futuro, y conviene reparar en ellas. Entre éstas, que se irán examinando por el mismo orden en que aparecen en el desarrollo de una OPA, podemos anticipar que nos ocuparemos de las siguientes: la suspensión cautelar, el deber de secreto, las OPA competitivas, etcétera.

II. GENESIS Y EVOLUCION DE LA NORMATIVA ESPAÑOLA SOBRE OPA

Los orígenes de la reglamentación española de esta figura se encuentran en un borrador de anteproyecto elaborado a finales del año 1970 por el profesor Sánchez Calero, por encargo de la Bolsa de Bilbao (1).

Sobre la base de ese primer borrador de anteproyecto, con la colaboración de las bolsas y de su Consejo Superior, se elaboró, en 1972, en el Ministerio de Hacienda un proyecto de decreto sobre el que se pronunció el Consejo de Estado, llegando a las siguientes conclusiones:

> «1. Que el proyecto sobre regulación de las ofertas públicas de adquisición de acciones admitidas a cotización debe ser objeto de una Ley formal votada en Cortes, imponiendo con carácter obligatorio el sometimiento a dicho procedimiento cuando se pretenda obtener o ampliar la posición dominante del oferente.
>
> 2. Que una vez tenidas en cuenta las observaciones formuladas al mismo, procede elevar al Consejo de Ministros el correspondiente proyecto de Ley y, previa su aprobación, remitirlo a las Cortes».

La peculiaridad más importante de ese proyecto respecto a los proyectos y normas futuras en la materia, se encontraba en que, a imagen de la reglamentación francesa, después de examinada una OPA por la Junta Sindical de la Bolsa ante la que se hubiera promovido, se pasaba al Ministro de Hacienda, al que se concedían diez días para poder oponerse a su realización.

Otra peculiaridad destacable de este proyecto, en relación tanto con la normativa de 1980 como con la vigente de 1984, consiste en que en él sólo tenía facultades para exigir garantías de solvencia la Junta Sindical ante la que se promovió la OPA, aun en el supuesto de que el valor cotizase en varias bolsas, y sin perjuicio de que las juntas sindicales de las demás bolsas distintas a aquélla ante la que se tramitaba pudieran recabar información al autor de la OPA y estuvieran legitimadas para recibir aceptaciones.

Ante tales conclusiones y siendo, durante esa época y los años inmediatamente posteriores, la OPA una técnica de escasa utilización y poco conflictiva, no es de extrañar que el tema de su regulación no fuera objeto de particular preocupación en las instancias afectadas (2).

Creada, por Orden de 4 de agosto de 1977, una Comisión para el Estudio del Mercado de Valores por el profesor Fuentes Quintana, entonces Vicepresidente del Gobierno y Ministro de Economía, era lógico que dicha Comisión se ocupara de esta técnica singular.

El *Informe* de la citada Comisión así lo pone efectivamente de manifiesto, al señalar lo siguiente (3):

> «La Comisión ha considerado necesaria la regulación de las llamadas ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA, *takeovers*, etc.). Quizá también sea conveniente una revisión de la normativa sobre fusiones de sociedades. Sin embargo, la mayor complejidad de este fenómeno y el hecho de estar en curso el estudio de una modificación de la Ley de Sociedades Anónimas, aconseja el centrar la atención sobre las OPA.
>
> Estas operaciones inciden directamente sobre la contratación de las acciones de una sociedad, en cuanto que se anuncia públicamente, fuera de Bolsa, la oferta a un cambio superior al de la cotización en Bolsa, bajo ciertas condiciones. Por ello, en casi todos los países europeos —y también en el seno de la CEE— se ha dictado o se ha preparado una regulación especial de estas operaciones. Así sucedió en España en los años 1971 y 1972, en los que el Consejo Superior de Bolsas elaboró el proyecto de una disposición que modificaba el Reglamento de Bolsas, pero que no llegó a prosperar.
>
> La Comisión ha estimado la urgencia de esa regulación, ya sea por medio de una modificación del Reglamento de Bolsas, o bien a través de un simple Código de Conducta que los intermediarios financieros, y muy especialmente los administradores de las sociedades afectadas y los Agentes mediadores se comprometen a seguir Aun con ese simple carácter de Código de Conducta, debería encargarse a la Comisión del Mercado de Valores y a las Juntas Sindicales la vigilancia de su cumplimiento» (4).

Siguiendo la primera propuesta contenida en el *Informe* citado, con fecha 5 de septiembre, se aprobó el Real Decreto regulador de las ofertas públicas de adquisición (de ahora en adelante R.D. 1.848/1980), publicado en el *Boletín Oficial del Estado* de 19 de septiembre de 1980 junto con otras normas por medio de las cuales, siguiendo las propuestas del *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores,* se pretendía llevar a cabo lo que se dio en llamar «la reforma por Decreto del ordenamiento bursátil» (expresión

agudamente criticada por el profesor Sánchez Andrés).

Las escasas diferencias que presenta esta norma con la actualmente en vigor, y el carácter de mera panorámica histórica de la descripción que ahora estamos haciendo, nos eximen de hacer una exposición de su contenido y entendemos que, también por su similitud con la actual, tampoco procede realizar un análisis crítico del enfoque del tratamiento de la OPA como técnica peculiar de adquisición de valores (5).

Lo que sí entendemos que conviene en este momento destacar, por la trascendencia que va a tener respecto al alcance y eficacia de la normativa sobre la OPA (cuestión a la que más adelante aludiremos), es la vinculación del régimen de la OPA a la normativa bursátil y, más en concreto, su regulación «en el marco de los Reglamentos de Bolsas y Bolsines Oficiales de Comercio», que queda perfectamente evidenciada en el preámbulo o exposición de motivos, concretamente en los párrafos que transcribimos:

> «Los Reglamentos de las Bolsas Oficiales de Comercio, aprobado por el Decreto 1.506/1967, de 30 de junio, en sus artículos 154 y 163, y de los Bolsines Oficiales de Comercio, aprobado por el Decreto 1.194/1969, de 6 de junio, en sus artículos 43 y 46, facultan a las Juntas Sindicales para establecer el régimen o procedimiento de contratación que se ha de seguir en caso de demandas y ofertas excepcionales, tanto por su cuantía como por la finalidad social de la propuesta, así como les autoriza para establecer cambios especiales en la cotización oficial de tales operaciones.
>
> Recoge así el ordenamiento bursátil la existencia de operaciones singulares que se siguen de ofertas y demandas excepcionales que no pueden ser sometidas a las normas de contratación generales, y cuyo significado será distinto según tengan o no influencia relevante en la posición relativa del adquirente en la sociedad emisora de los títulos.
>
> Cuando tal influencia no tiene lugar, la contratación deberá seguir un régimen especial en armonía con las normas generales, ya que hace referencia exclusivamente a un volumen de contratación no corriente sin afectar al interés público y de los accionistas minoritarios. Tal regulación se abordará en la reforma de las normas generales dada la importante integración del Mercado de Valores, que exige una uniformidad en la reglamentación de las operaciones, sea cual fuere el espacio físico donde ocurran.
>
> En el caso de propuestas de adquisición excepcionales, que tienen o pueden tener repercusiones relevantes en las participaciones relativas de la sociedad emisora de los títulos-valores objeto de aquéllos, existe un interés público, o al menos de los socios minoritarios, además del que es propio del mercado de valores y los en él participantes. La protección de ambas clases de intereses exige la existencia de unos procedimientos especiales relativos a la presentación y formalización de las propuestas, desarrollo y perfección de la contratación que se sigue de ellas y publicidad, finalidad que atiende el presente Real Decreto de conformidad con las propuestas de la Comisión para el estudio del Mercado de Valores y los principios consagrados en el Derecho comparado y en la doctrina nacional y extranjera.
>
> Para ello en el marco de los Reglamentos de las Bolsas y Bolsines oficiales de Comercio se establece la obligatoriedad de que las ofertas de adquisición de acciones y obligaciones en ellas convertibles admitidas a cotización oficial se tramiten de acuerdo con la reglamentación especial que se establece, siempre que su contenido sea relevante en relación a su participación en las entidades titulares de los valores en cotización oficial. Y asimismo se regula para ambas la obligatoriedad de extender la oferta a todos los títulos-valores restantes cuando la participación total adquirida iguale, al menos, la necesaria para en primera convocatoria modificar los estatutos sociales, lo que permitiría al adquirente tomar decisiones de toda índole en relación con la sociedad participada».

La experiencia habida en la aplicación práctica de la normativa de 1980, sin haberse dado durante su vigencia ninguna OPA de especial relevancia por su hostilidad o agresividad, sirvió para poner de manifiesto determinadas carencias y lagunas (6).

Con el fin de remediar estas carencias y lagunas, se elaboró un proyecto de decreto que, por lo demás, seguía básicamente lo dispuesto en el R.D. de 1980.

El referido proyecto trataba de mejorar el de 1980 en los siguientes aspectos: mantenimiento de la cotización durante la OPA, tratamiento más adecuado del régimen de las ofertas competidoras y de la mejora de la OPA, así como obligatoriedad de formular una OPA en los supuestos en que se hubiera adquirido una participación significativa al margen de lo dispuesto en el R.D. o a través de una oferta de venta.

El Consejo de Estado informó en contra de las dos últimas modificaciones señaladas, que sin duda eran las de mayor trascendencia, y es muy interesante el contenido de este dictamen, que trata esas materias como puede verse en los párrafos que transcribimos a continuación.

> «Cautelas que garantizan la aplicación del procedimiento.
>
> El artículo 2.° contiene la esencia y fundamentación de la operación que se regula. Se prescribe la aplicación del procedimiento especial que se regula siempre que alguien pretenda adquirir una participación significativa en el capital de una sociedad.
>
> Se entiende que es significativa la adquisición de un 25 por 100 o más, o bien de una cantidad no

inferior al 4 por 100, si sumada a las acciones ya adquiridas permiten alcanzar el 25 por 100.

Fijado tal principio, el proyecto establece una cautela para evitar que se alcance un resultado similar al previsto sin las garantías que el Decreto contiene. Así se dispone que:

— Si se adquiere una participación significativa de una sociedad al margen del procedimiento del Real Decreto, el titular deberá hacer una oferta pública de adquisición de todos los títulos de los demás accionistas a un precio superior en un 10 por 100 al de cotización.

— Si la participación significativa se adquirió por una oferta de venta, el comprador deberá hacer una oferta de adquisición respecto de, al menos, un número de títulos superior en un 50 por 100 a los que haya adquirido y a un 10 por 100 más de precio.

En relación con este planteamiento considera el Consejo que la regulación propuesta puede tener varios inconvenientes, unos de tipo legal y otros operativos.

En primer lugar, parece que montar una operación de adquisición pública de acciones para adquirir un 4 por 100 de una sociedad puede ser conveniente para el interés público y la defensa, en su caso, de las minorías, o tal vez puede ser un procedimiento excesivo. Ello dependerá del volumen de la sociedad cuyo capital se adquiera, de las circunstancias que concurran en el accionariado, etc. Se sugiere en esta línea aumentar el porcentaje del 4 por 100 que, unido a los valores que se poseen, supone pasar a un dominio del 25 por 100.

De mayor importancia es la problemática que deriva de las obligaciones de compra que se imponen a determinados accionistas, en los términos que acaban de expresarse. Se entiende que ello plantea varios problemas:

a) Parece un tanto limitativo a la libertad de mercado imponer a socios que adquieran una mayoría significativa la obligación de adquirir, si los demás accionistas venden, el resto de un capital social. Al margen de los problemas que plantea el precepto en relación con el artículo 38 de la Constitución, entiende el Consejo que este principio puede presentarse como obstáculo importante para el desarrollo de muchas sociedades, para la adquisición de participaciones por parte de grupos financieros y de inversores extranjeros.

b) Por otra parte, se entiende que los párrafos 2.° y 3.° del n.° 1 del artículo 2.° son contrarios al artículo 46 de la Ley de Sociedades Anónimas, que dispone de modo preciso que "las limitaciones a la libre transmisibilidad de la acción sólo serán válidas frente a la sociedad cuando estén expresamente impuestas por los Estatutos".

c) Desde otra óptica no estrictamente jurídica, este procedimiento no comporta ventajas ni para la vida de las sociedades, ni tampoco para la diafanidad del mercado bursátil. No se oculta que los preceptos proyectados pueden ser convenientes en determinadas situaciones para accionistas minoritarios, pero generan, por el contrario, una concentración de capital y riesgo en un accionista determinado que, además de paralizar el mercado, supone un daño a medio plazo para la vida de la sociedad.

d) Finalmente, y con una visión del funcionamiento operativo de la institución, no será viable en muchos casos instrumentar cautelas para descubrir los supuestos en los que se va a obligar a un determinado accionista a hacer una oferta pública de adquisición, ni se reconocen los sistemas que el ordenamiento jurídico arbitra para exigir el cumplimiento.

Por todo ello, se estima que en el ordenamiento jurídico español sería la Ley, en su caso, la que poseería entidad suficiente para imponer a un particular todas las obligaciones mercantiles que el proyecto postula (Dictamen de 21 de julio de 1983).

III. EL REAL DECRETO 279/1984, DE 25 DE ENERO. DESCRIPCION SINTETICA DE SU CONTENIDO

En el *Boletín Oficial del Estado* de 16 de febrero de 1984 apareció publicado el Real Decreto a que se refiere este título, el cual derogaba el anterior de 1980.

Las diferencias más importantes entre uno y otro son las siguientes: mientras en el R.D. de 1980 se exigía para la aplicación de la normativa no sólo la finalidad de obtener o superar una participación igual o superior al 25 por 100, sino que a través de la propia oferta se pretendiera adquirir un porcentaje superior al 10 por 100, en la nueva norma ese porcentaje se rebaja al 6 por 100; el tratamiento de la suspensión cautelar se flexibiliza, como veremos más adelante; mientras que, conforme al R.D. de 1980, la cotización quedaba suspendida durante toda la fase pública de la OPA, que comenzaba con su anuncio una vez aprobada por la Junta Sindical correspondiente, ahora es precisamente ese anuncio el que obliga a reanudar la cotización, quedando sin efecto si se hubiere acordado la suspensión cautelar; también, como luego veremos con mayor detalle, la nueva norma varía bastante el régimen de las OPA competidoras y, en relación con ellas, se altera también el tratamiento de la posibilidad de mejorar la OPA; finalmente, son también novedosos los siguientes aspectos: la prohibición de que tanto el autor de una OPA como sus filiales, en el caso de que ésta fracase, realicen otra sobre los mismos títulos durante un año, y la no aplicación del R.D. a las ad-

quisiciones de los fondos de garantía de depósitos de bancos y cajas de ahorros y a las que tengan lugar entre entidades de derecho público y sociedades estatales. (Esta exención fue objeto de estudio por el Consejo de Estado en su dictamen de 7 de diciembre de 1983.)

Advertidas ya las principales diferencias con relación al régimen del R.D. de 1980, vamos a continuación a describir sintéticamente el previsto en la norma vigente. Pero antes queremos hacer notar, como no habrá pasado inadvertido, que las principales innovaciones o, si se prefiere, las de mayor trascendencia para su efectividad, que contenía el proyecto, sin duda como consecuencia de la opinión desfavorable del Consejo de Estado, no pasaron al texto del nuevo real decreto (7).

Las ofertas objeto de regulación son aquéllas relativas a un número de títulos superior al 6 por 100 del capital social de la sociedad que las haya emitido, siempre que la participación que se obtenga finalmente por el autor de la OPA supere el 25 por 100 (bien como consecuencia de la adquisición sometida al procedimiento de OPA, o porque tal porcentaje resultara de sumar el previamente poseído por el oferente y el que se pretende obtener mediante la OPA).

Se establece, por otra parte (artículo 4.°), que la OPA deberá formularse como compraventa, permuta o ambas cosas a la vez y que en ningun caso tendrán la consideración de ofertas públicas de adquisición las que ofrezcan una contraprestación distinta del dinero o de títulos, de renta fija o variable. (Cuestión sobre la que volveremos más adelante al tratar del debatido tema de las ofertas cuya contrapartida consiste en títulos a emitir.)

Tras regular la suspensión cautelar (artículo 5.°), de la que más adelante se trata, se establecen por el R.D. las normas sobre preparación y presentación de la oferta (artículos 7.° a 10), las de su publicación (artículos 11 a 14), las de la aceptación (artículos 15 a 18) y las relativas a las ofertas competidoras (artículos 19 a 23).

El procedimiento que, según el R.D., debe seguirse en la OPA es el siguiente:

1.° Quien pretenda realizar una OPA debe, con carácter previo, comunicarlo a las juntas sindicales donde cotice el valor objeto de la OPA, y cualquier junta sindical que reciba la comunicación o haya obtenido información fidedigna sobre la oferta habrá de notificarlo a las demás (artículo 7.°).

2.° Al margen de este deber de comunicación, quien pretenda hacer una OPA habrá de dirigir un escrito a cualquiera de las juntas sindicales de las bolsas donde el valor cotice, haciendo constar su propósito de presentar la oferta y adjuntando la documentación señalada en el artículo 8.°

3.° La junta sindical ante la que se presente la OPA dará traslado a las demás en que el valor objeto de la OPA cotice, acompañando copia de la documentación recibida, quedando todas ellas facultadas para pedir más información al oferente.

4.° La junta sindical de la Bolsa ante la que se promueve la OPA puede pedir las garantías de solvencia que estime necesarias para la ejecución de la OPA, y las demás podrán pedir garantías adicionales (artículo 9.°).

5.° Desde el momento de la presentación, o desde que la junta sindical que tramita la OPA haya recibido la información que hubiera podido requerir, tendrá quince días para resolver, transcurridos los cuales se entenderá denegada la propuesta por silencio administrativo; lo mismo que el acuerdo denegatorio expreso, podrá ser objeto de recurso de alzada ante el Ministerio de Economía y Hacienda, siendo necesario para la admisión de la OPA, si el valor objeto de la misma cotiza en varias bolsas, que todas ellas se muestren favorables con esa decisión de la junta sindical que tramita la OPA, pues si una de éstas no se muestra favorable, con la decisión de aprobar de la junta ante la que se tramita, debe resolver el Ministerio de Economía y Hacienda (artículo 10, sobre el que luego volveremos mucho más ampliamente).

6.° Admitida la OPA, debe publicarse por su autor, en el término de cinco días hábiles, mediante anuncios en el *Boletín Oficial del Estado,* en el *Boletín de Cotización Oficial* y en tres periódicos, y también se deberá poner a disposición de los interesados, en las juntas sindicales y en las oficinas del autor de la propuesta, los folletos informativos correspondientes (artículo 11).

7.° Hasta el momento de la publicación, se debe guardar secreto respecto a la OPA, y ninguna de las personas que tengan conocimiento de ella deben realizar operaciones en condiciones diferentes a las de la propia OPA (artículo 12).

8.° Una vez publicada la OPA, debe permanecer abierta a la aceptación un mínimo de un mes y un máximo de dos, debiendo declarar su autor que ésta se hace con carácter general e

irrevocable, no siendo modificables sus términos salvo en el supuesto de ofertas competidoras (artículos 13 y 14).

9.° Las declaraciones de aceptación habrán de hacerse ante la junta o juntas sindicales donde cotice el valor objeto de la OPA, y habrán de ser hechas por escrito con la firma de un agente, debiendo ser irrevocables e incondicionales (artículo 15).

10. Llegado el día del cierre de la OPA, las juntas sindicales de las bolsas comunicarán a aquélla ante la que se tramitó el número de títulos aceptados, publicándose por esta última el resultado en el *Boletín de Cotización Oficial* (artículo 16).

11. Si el resultado es negativo, los agentes que tramitaron las aceptaciones deben devolver los títulos, y si el resultado es positivo, se liquidarán como operaciones de contado, considerando como fecha del contrato, a todos los efectos, la del día de la publicación del resultado positivo en el *Boletín de Cotización Oficial* de la junta ante la que se tramitó la OPA (salvo en las ofertas de canje, si así se hubiera establecido por la ley o por las condiciones especiales de la operación) —artículo 18—, y esta liquidación habrá de hacerse teniendo en cuenta las reglas del prorrateo, previstas en el artículo 16.

12. Si simultáneamente se inicia la preparación de dos OPA sobre los mismos títulos, o si aun después de haberse presentado una, pero sin que todavía se haya hecho su anuncio público, se consideran ofertas competidoras simultáneas, deben publicarse en esa forma, o conjuntamente si se han tramitado en bolsas distintas. Durante un período de quince días se deben eliminar los topes máximos y mínimos de validez, si los tuvieren y, de no hacerlo se consideran anuladas, debiendo publicarse en tal caso el correspondiente anuncio. Al término de esos quince días, se comienzan a contar los plazos de la oferta (artículo 19).

13. Sin perjuicio de lo que más adelante diremos al respecto, las ofertas competidoras sucesivas son aquéllas referidas a los mismos títulos y una ya publicada y todavía no terminada. Debe presentarse con la antelación suficiente para poder ser publicada diez días antes de la fecha de cierre de la primera oferta, y en caso de ser competidora de una oferta pública de compra, para ser admitida tendrá que, o bien mejorar en un 5 por 100 el precio de la anterior, o bien comprar todos los títulos que se le presenten si la primitiva tenía límites. El plazo de aceptación de las ofertas públicas competidoras será el de un mes, contado a partir de aquél en que expirara el fijado por los promotores de la oferta inicial. La publicación de una oferta competidora deja sin valor las aceptaciones realizadas en relación con la precedente, salvo que hayan sido hechas con cláusulas de «aplicación a cualquier oferta pública con mejor precio». La oferta inicial queda prorrogada hasta la fecha de cierre de la competidora (artículos 20 y 21). No se admiten ofertas competidoras hechas por filiales del promotor.

14. El promotor de la primera oferta puede mejorar las condiciones de su OPA en términos análogos a los de admisibilidad de ofertas competidoras (5 por 100 del precio, retirar los límites) y extender la oferta a todos los títulos en circulación, en cuyo caso las nuevas condiciones serán aplicables a los aceptantes anteriores de la oferta (artículo 22).

15. Ni los promotores de una OPA que hubiera obtenido resultado negativo ni sus filiales podrán realizar otra nueva respecto a los mismos títulos hasta que haya transcurrido un plazo de tiempo no inferior a un año, contado a partir de la fecha en que quedó sin efecto su oferta anterior (artículo 23).

Descrito ya en forma sucinta el régimen previsto en el Real Decreto de 1984 para la OPA, vamos a continuación a examinar los aspectos que, por razones de diversa índole, son más problemáticos o más polémicos. En esta línea, debemos ocuparnos, en primer lugar, de lo que intencionadamente denominamos «alcance del decreto», que es una cuestión relacionada con el ámbito de aplicación, pero que tiene otras implicaciones, como veremos seguidamente.

IV. EL ALCANCE DE LA NORMATIVA CONTENIDA EN EL REAL DECRETO 279/1984

1. Introducción

Como se ha indicado, el Real Decreto vigente no incorpora todas las normas que se contenían en el proyecto. Dos de ellas, como consecuencia del dictamen del Consejo de Estado, quedaron fuera del nuevo texto legal; nos referimos concretamente a aquélla en virtud de la cual quien hubiera obtenido una participación significativa al margen del procedimiento previsto en el Real Decreto tendría que realizar una OPA a los restantes accionistas,

a un precio superior en un 10 por 100 al de cotización, y a aquella otra en virtud de la cual si la participación significativa se adquirió por una oferta de venta, el comprador debería hacer una OPA respecto de, al menos, un número de títulos superior en un 50 por 100 a los que haya adquirido, y a un 10 por 100 más de precio.

De una y otra nos vamos a ocupar a continuación, así como también de otros supuestos en que pueden surgir dudas sobre la aplicabilidad de la normativa contenida en el Real Decreto.

2. Posibilidad de formular una OPA para adquirir participaciones significativas al margen de la normativa contenida en el Real Decreto

El proyecto de real decreto, como queda reflejado en el dictamen del Consejo de Estado, pone de manifiesto que, a pesar de estar vigente una normativa sobre OPA, la contenida en el Real Decreto 1.848/1980, ofertas incluibles en su normativa se hacían al margen de sus disposiciones. La solución propuesta en el proyecto, el obligar al adquirente de la participación significativa a hacer una OPA al resto de los accionistas, medida desechada por el dictamen del Consejo de Estado, revela cierta impotencia para exigir la aplicación de la normativa.

Cabe entonces preguntarse por la razón que posibilita llevar a cabo operaciones u ofertas, en principio sometidas a la normativa del Real Decreto en materia de OPA, al margen de ella. Esta pregunta es, a nuestro juicio, especialmente oportuna si se tiene en cuenta que el Real Decreto vigente no ha incorporado las medidas contenidas en el proyecto para paliar las consecuencias de la falta de respeto a la normativa.

Debemos advertir que, aun antes de publicar el Real Decreto de 5 de septiembre de 1980, públicamente, en nuestro trabajo «La oferta pública de adquisición...» (8) y en diversas notas e informes para la Bolsa de Madrid, ya habíamos señalado esa posibilidad o, si se prefiere, ese riesgo, y esa opinión no la hemos visto contradicha, sino que ha sido compartida posteriormente por otros autores, como Vicent Chuliá (9), y en fechas muy recientes se han manifestado en el mismo sentido otras opiniones a las que más adelante aludiremos.

La razón de esta posición, sintéticamente expuesta, es la siguiente: en España, el Código de Comercio, en el artículo 74, optó por establecer el principio de libertad de negociación fuera de Bolsa de títulos admitidos a cotización oficial. Ello se hizo de una manera consciente y reflexiva, contra lo que en su día habían hecho el Código de Comercio francés y, en menor medida, el belga. El régimen de la OPA en España se ha conectado directamente a la operativa bursátil, y en este sentido es muy expresivo el párrafo del preámbulo del Decreto 1.848/1980, antes transcrito, cuando dice: «Para ello en el marco de los Reglamentos de las Bolsas y Bolsines Oficiales de Comercio se establece la obligatoriedad de que las ofertas de adquisición de acciones y obligaciones en ellas convertibles admitidas a cotización oficial se tramiten de acuerdo con la reglamentación especial que se establece...». Es también muy expresivo el párrafo 1.° del referido preámbulo conectando el nuevo Decreto a los artículos 154 y 163 del Reglamento de Bolsas, y 43 y 46 del Reglamento de Bolsines.

Sobre este extremo, creemos que pueden ser de gran utilidad las ideas expuestas en 1970 por el profesor Sánchez Calero, comentando uno de los primeros borradores de decreto sobre OPA.

> «*Artículo primero.* Este artículo es —a primera vista— innecesario en cuanto que contiene dos afirmaciones que no alteran el Reglamento de Bolsa: *a)* Que los agentes de cambio han de ajustarse al curso de los cambios (artículo 155); *b)* Que las Juntas Sindicales pueden sin embargo establecer en caso de ofertas excepcionales un régimen especial (artículos 154 y 163).
>
> Quizá la utilidad del precepto aparezca en cuanto se quiera justificar la legalidad de la disposición proyectada al decir que ya el Reglamento prevé que las Juntas Sindicales puedan establecer "el régimen o procedimiento que se ha de seguir en los casos de ofertas o demandas excepcionales" (artículo 154). Si esto es así la justificación no sirve porque la autorización es a las Juntas Sindicales y no a la Administración pública. Esta ha de buscar otro asidero para dictar unas normas que van a incidir en el régimen de la sociedad anónima. Quizá el más oportuno sea el que se encuentra en la amplia autorización que en esta materia concedió el Decreto-Ley de 30 de abril de 1964 (artículos 18 y ss., en particular el 27).
>
> Por otro lado me parece de interés hacer notar que los artículos 149 y siguientes del Reglamento de Bolsas se refieren a *ofertas emitidas* —en Bolsa o fuera de ella— *por agentes*, mientras que las *ofertas públicas son emitidas directamente por una persona que no es agente* (natural o jurídica). Normalmente esta persona es una sociedad que quiere obtener el control de otra, pero esto no es necesario pues puede ser un socio, que sea persona individual, y que se dirija

públicamente a todos los demás proponiendo la adquisición de las acciones» (10).

Como puede observarse, las atinadas observaciones del profesor Sánchez Calero no se tuvieron en cuenta, y la normativa sobre la OPA se estableció, como expresamente se señala en el preámbulo o exposición de motivos del Real Decreto 1.848/1980 precisamente «en el marco del Reglamento de Bolsas», y además con mención expresa en apoyatura del Real Decreto de las normas del Reglamento de Bolsas a las que el profesor Sánchez Calero hace referencia en el texto transcrito.

La libertad de adquisición de títulos cotizados en Bolsa fuera de ella y la vinculación del régimen de la OPA al Reglamento de Bolsas lleva, a nuestro entender, a la consecuencia de que, salvo que se requiera la participación de un agente de cambio y Bolsa, la adquisición de una participación significativa en una sociedad emisora de acciones total o parcialmente cotizadas en una Bolsa puede realizarse incluso si el método de adquisición es una oferta pública al margen de lo dispuesto en la normativa contenida en el Real Decreto 279/1984. La adquisición podrá perfectamente llevarse a cabo con la intervención de un notario.

Como ya advertíamos anteriormente, esta opinión se ha visto corroborada por otros autores, Gondra y Sánchez Andrés, en conexión directa con la OPA del Banco de Bilbao, los cuales terminaban su dictamen señalando:

> «... si se estimare, contra nuestro parecer, que no tiene cabida (se está haciendo referencia a la propuesta de OPA de Banco de Bilbao) en el campo de aplicación de la específica normativa reguladora de las "OPA", representada por el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, habría que concluir que el único error cometido por el Banco de Bilbao ha sido pecar de excesivamente respetuoso con las autoridades bursátiles, sometiendo voluntariamente a su jurisdicción una operación que bien podría haber desarrollado por sí y ante notario, formulándola directamente y sin intermediario alguno a los accionistas de Banesto. Algunos recordarán, quizás, que a la postre no otra cosa es la que cabe deducir del artículo 74 de nuestro Código de Comercio, que sigue en vigor, frente a la opinión de quienes lo estiman "superado" por Decreto» (11).

Conviene únicamente puntualizar, en relación con esta opinión, que en el caso concreto al que ellos se refieren, la OPA del Banco de Bilbao sobre Banesto, el Ministerio de Economía y Hacienda, cuya autorización se precisa, en virtud de lo dispuesto en el artículo 45 de la Ley de Ordenación Bancaria de 1946, había concedido al Banco de Bilbao autorización para adquirir el número suficiente de acciones que le permitieran el control de Banesto «mediante una oferta pública de adquisición ajustada a lo dispuesto en el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero».

Esta situación no puede considerarse de ningún modo satisfactoria. La existencia de una OPA sobre títulos cotizados paralela al mercado, es decir, al desarrollo de las operaciones en Bolsa, sometida únicamente a las normas generales de la contratación, constituye un enorme riesgo no sólo para el mercado de valores, sino también para los destinatarios de la OPA, tanto en su condición de accionistas como en su condición de inversores. El autor de la OPA podrá, en ausencia de una normativa específica, establecer cláusulas contra las que la legislación sobre OPA viene luchando desde hace tiempo, como por ejemplo la de reputar únicamente válidas las aceptaciones que lleguen al oferente antes de que éste hubiera alcanzado un determinado número de acciones *(first come, first served offers)*, o la de fijar una prima según la fecha de la aceptación, etcétera.

Ahora bien, que esta situación sea insatisfactoria en ningún caso, a nuestro juicio, puede justificar una interpretación extensiva de la normativa del R.D. en contra de la libertad contenida en el artículo 74 del Código de Comercio, que no debemos olvidar que fue aprobado por una norma con rango formal de ley. Es más, en el dictamen del Consejo de Estado se mencionaba la posibilidad de que una norma restrictiva de esa libertad pudiera considerarse contraria a lo dispuesto en el artículo 38 de la Constitución.

La normativa sobre OPA requiere una disposición con rango de ley, aunque sólo sea para establecer en determinados supuestos (los de adquisición de participaciones significativas o los de utilización como medio de adquisición con ese u otros fines de OPA) limitaciones a la libertad consagrada en el artículo 74 del Código de Comercio. Esa misma ley podrá dejar a disposiciones de rango inferior determinadas cuestiones relativas al desarrollo de dichas operaciones. En esta línea, entendemos, estaba el borrador del Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Valores de septiembre de 1987, concretamente su artículo 34, y más claramente todavía el último proyecto de enero de 1988, artículo 60 (12). (Ver recuadro).

3. La adquisición de una participación significativa por aceptación de una oferta de venta

Como hemos señalado anteriormente, este es el segundo aspecto del proyecto que, como consecuencia del dictamen del Consejo de Estado, no llegó a incorporarse al texto del nuevo Real Decreto.

Según se desprende del referido dictamen, en este supuesto el proyecto pretendía que el comprador quedara obligado a formular una OPA respecto de, al menos, un número de títulos superior en un 50 por 100 a los que hubiere adquirido, y a un 10 por 100 más de precio.

Este supuesto plantea, a nuestro juicio, una problemática muy profunda que afecta tanto a las cesiones y adquisiciones de participaciones de control como al buen funcionamiento del mercado de valores, en la medida en que pudiera utilizarse como vehículo para evitar la aplicación de la normativa sobre OPA.

En relación con lo primero, el supuesto más común es el de la venta de un paquete de control por quien lo ostenta a un tercero. En este supuesto, si el adquirente no está dispuesto a adquirir más acciones que el número de las comprendidas en ese paquete, y ello siempre y cuando de esta forma pueda ostentar la misma posición que el titular «actual» del paquete, sucede que si tiene que formular una OPA y entonces establecer un límite máximo de títulos, el titular actual del paquete de control, aunque desee venderlo, sólo podrá hacerlo parcialmente por el límite máximo y la regla del prorrateo, y en tal supuesto será muy probable que no venda, y en estas circunstancias será también probable que no se lleve a efecto ni la adquisición del paquete de control ni la OPA (13).

BORRADOR DEL ANTEPROYECTO DE LEY DE REFORMA DEL MERCADO DE VALORES

TITULO IV

MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES

Capítulo V

De las ofertas públicas de adquisición y venta de valores

Artículo 60. Quien pretenda adquirir un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en el mercado bursátil 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, no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición, dirigida a todos sus titulares.

Reglamentariamente se fijará el volumen de acciones y la participación que tendrá la consideración de significativa, a los efectos del párrafo anterior; las reglas de cómputo de dicho porcentaje, tomando en cuenta las participaciones indirectas; los términos en que la oferta será irrevocable, las condiciones a que podrá sujetarse, las diversas modalidades de contraprestación y las garantías exigibles en cada caso; la modalidad del control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en general, el procedimiento de las ofertas públicas de adquisición; 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, en su caso; las operaciones exceptuadas de este régimen por consideraciones de interés público y los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria.

También será obligatorio promover una oferta pública de adquisición por parte de quien alcance una participación superior a los dos tercios del capital de una sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación en el mercado bursátil. En este caso, la oferta deberá dirigirse a la adquisición del resto de las acciones en circulación de la sociedad correspondiente. Reglamentariamente se regulará, además de los extremos contemplados en el párrafo anterior, el precio mínimo al que deba efectuarse la oferta pública de adquisición.

Artículo 61. Tendrá la consideración de oferta pública de venta de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial el ofrecimiento al público, por cuenta propia o de terceros, mediante cualquier procedimiento, de valores cuya emisión no hubiera quedado sujeta, en virtud de lo previsto en el artículo 28, a la plena aplicación de los requisitos previstos en los artículos 24 y 27, o cuya emisión hubiera tenido lugar con antelación superior a dos años a la fecha de la oferta pública. Será de aplicación a dichas ofertas públicas de venta de valores todo lo dispuesto para las nuevas emisiones de valores en el título III de la presente Ley.

Lo previsto en el párrafo anterior será aplicable a la oferta al público, por cuenta del emisor o de un tercero no residente, de valores emitidos en el extranjero. Se faculta al Gobierno a introducir, en el desarrollo de este principio, las excepciones que deriven de las normas aprobadas por la Comunidad Europea y de los tratados internacionales suscritos por España.

En relación con la posibilidad de acudir a la oferta de venta como mecanismo para evitar la aplicación de las normas sobre OPA, diremos que el supuesto de hecho suele ser otro, consistente en que el potencial adquirente, en forma que puede considerarse privada, se dirige directamente, o por carta remitida a través de los bancos depositarios, a una serie, a veces muy amplia, de accionistas de una sociedad invitándoles a ofrecer sus títulos a un determinado precio superior al de mercado y señalando que si las ofertas son suficientes se aceptarán, llevando a cabo los trámites necesarios para documentar y ejecutar el contrato.

Este supuesto, claramente distinto del anterior, tiene, a nuestro modo de ver, dos tipos de problemas. Uno, la conveniencia o no de incluir en el supuesto típico de OPA no sólo las ofertas de adquisición, sino también las invitaciones a ofrecer, como por ejemplo se hace en la legislación federal americana; y, por otra parte, está el tema de si lo relevante a efectos de la reglamentación de OPA debe ser no sólo la finalidad sino la forma de adquisición, y entonces conviene que se consideren como OPA las que puedan considerarse públicas; en tal sentido, serían incluibles bajo su régimen no sólo el supuesto típico, sino otros en que el número de los destinatarios o el medio de comunicación de la propuesta pudieran aconsejar su inclusión por la falta de «privacidad» (14).

Entendemos que es particularmente aguda la observación hecha en el dictamen del Consejo de Estado en el sentido de la posible contradicción entre un decreto limitador de las posibilidades de venta de acciones que otorguen el control y el artículo 46 de la Ley de Sociedades Anónimas, puesto que, aunque lo que aparentemente se haga sea imponer una obligación al adquirente, ello a veces se podría ver como un fraude a las normas de OPA y, en todo caso, es decir, admitiéndose la adquisición pero imponiéndose la OPA, sería una limitación de hecho a las posibilidades de venta de quien ostenta una participación de control.

4. Otras cuestiones

En la línea de la posible aplicación de la normativa de OPA surgen varias cuestiones, vinculadas todas ellas a un desenfoque en el tratamiento de esta materia consistente en haber regulado la OPA en «el marco del Reglamento de Bolsas», pero haciendo únicamente relevante el resultado obtenido o pretendido con la adquisición y no el método utilizado para ésta, como ya tuvimos ocasión de manifestar en el artículo citado sobre el R.D. de 1980. Este desenfoque provoca, a nuestro juicio, que sea dudoso el régimen aplicable a un programa de adquisiciones en el mercado tendente a la obtención de lo que, conforme al R.D., sería una participación significativa.

La importancia que para ello pueda tener la publicidad respecto a ese programa, su plazo de duración, etc., tampoco queda claro.

Si la finalidad o el resultado son lo que se considera relevante, deberían tenerse en cuenta normas como las contenidas en la regla 34 del Código de la City de Londres.

Por otra parte, es preciso destacar la ausencia total de normativa respecto a los derechos de suscripción. Una OPA respecto a los derechos de suscripción puede perfectamente servir para otorgar una participación significativa y, de momento, al haber limitado el objeto de la OPA a acciones y obligaciones convertibles, el supuesto queda sin normativa específica. Tampoco el Proyecto de Ley del Mercado de Valores lo incluye, pues entendemos que este supuesto no queda incluido en la expresión «otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de acciones».

V. LAS OFERTAS PUBLICAS CON CONTRAPARTIDA CONSISTENTE EN TITULOS DE LA SOCIEDAD OFERENTE AUN NO EMITIDOS, Y PARA CUYA EMISION ES NECESARIO UN ACUERDO POSTERIOR DE LA JUNTA GENERAL DE DICHA SOCIEDAD

1. El problema de su naturaleza jurídica

Este supuesto es, sin duda, el que más polémica ha suscitado en relación con la OPA del Banco de Bilbao, al haberse entendido por tres de las cuatro juntas sindicales de las bolsas españolas, a cuyas resoluciones nos referiremos más adelante, que no era admisible conforme a las disposiciones contenidas en el R.D. sobre OPA.

Antes incluso de promulgarse el R.D. del año 1980 dedicamos

bastante atención a este supuesto, haciendo un detenido estudio en relación a si el derecho de suscripción preferente debía o no jugar en la proyectada ampliación de capital, a la problemática de la valoración de los títulos objeto de la OPA en relación con dicha ampliación, a si la emisión de acciones en este caso debía hacerse con prima, así como a los inconvenientes que existían en este supuesto para utilizar el capital autorizado previsto en el artículo 96 de la Ley de Sociedades Anónimas (15).

En general, en torno a estas cuestiones no parece que hayan surgido problemas específicos en relación con la OPA para el supuesto ahora contemplado. Unicamente en relación con el momento en que se debe acordar la ampliación de capital, en función de la liquidación de los contratos que puedan surgir como consecuencia de la OPA, parece que puede haber algún problema, teniendo en cuenta que para algunos autores este acuerdo debe adoptarse antes de la fecha de cierre de la OPA, en virtud de lo dispuesto en el artículo 18 del citado R.D. sobre OPA. El problema surgiría al no conocerse en ese momento la identidad concreta de todos los aceptantes y no poder cumplir lo previsto en el artículo 90 de la Ley de Sociedades Anónimas, según el cual la Junta deberá conocer, al tiempo de adoptar el acuerdo, el nombre del aportante, escollo que para algunos, como Rojo (16), sería salvable aplicando por analogía el régimen del aumento de capital en la fusión por absorción. Sin perjucio de lo anterior, hay también que señalar que algunos autores, como por ejemplo Rubio, Broseta y Vicent Chuliá, no comparten la opinión de que el derecho de suscripción preferente no juegue en este caso, aunque matizando cada uno de ellos su posición (17).

En relación también con el momento del acuerdo de la Junta General, refiriéndonos a la práctica de otros países, señalábamos que, cuando el autor de la OPA ofrecía acciones sin emitir, la OPA contenía una cláusula en virtud de la cual quedaba sometida a una doble condición: su aceptación por un número mínimo de acciones y, si esta condición se cumplía, el acuerdo de la Junta General de ampliación de capital o, en su caso, emisión de obligaciones (18). Según el profesor Aragón Reyes, hay que mostrarse plenamente de acuerdo con Zurita, con la única matización de que, por exigencias del artículo 1.261 del Código Civil (que el objeto sea cierto) en el momento del contrato y de lo establecido en los artículos 18.2 y 16 del R.D. 279/1984, la Junta General de Accionistas tendría que reunirse en fecha nunca posterior a la del último día en que se cumpla el plazo de la oferta (19). Con esta tesis, lo lógico hubiera sido que el profesor Aragón entendiera que la OPA no era admisible en el momento en que pretendía anunciarse porque carecía de uno de los elementos fundamentales de toda oferta de contrato, concretamente el de que en ella se contengan los elementos esenciales del contrato ofrecido. Creemos que el citado autor, en la opinión manifestada, no distingue suficientemente, al referirse al objeto cierto, dos aspectos a nuestro juicio distintos, como son la determinación y la posibilidad del objeto, y quizá no matice suficientemente lo que es exigible en relación al objeto en fase de perfección y en fase de ejecución.

No obstante, es el tema de la configuración de la naturaleza jurídica de la operación que en su día hicimos lo que ha servido como argumento básico para postular la admisibilidad de este tipo de OPA en el derecho español, y ello tanto para quienes citaban en apoyo de la admisibilidad nuestra opinión como para quienes entendían que era sobre la base de una interpretación contraria a la nuestra como sería admisible en el derecho español una OPA de este tipo. (Entre los primeros, cabría citar al Banco de Bilbao, al profesor Sánchez Calero, a la profesora Gispert y al profesor Aragón Reyes; entre los segundos, a los profesores Gondra y Sánchez Andrés.)

Entendemos que es necesario advertir que nuestra opinión sobre la naturaleza jurídica se expuso cuando no existía una normativa específica sobre la OPA en España. Por tanto, lo que entendemos necesario es recordar la posición que en su día mantuvimos, analizar la tesis contraria mantenida por los referidos profesores y, finalmente, a la luz de las conclusiones anteriores, examinar el supuesto contemplado teniendo en cuenta el derecho vigente.

2. Posición personal

Lo que en su día dijimos fue lo siguiente:

> «Cuando se ofrecen acciones aún sin emitir, en nuestra opinión la oferta es una auténtica oferta de suscripción, si bien al carecer los administradores de poder suficiente, el contrato es ineficaz hasta el momento en que se ratifique por la Junta, mediante la adopción del acuerdo de ampliar el capital.
>
> Esta opinión se ha mantenido en la doctrina española para un supuesto muy parecido, como es

el de los pactos previos de fusión, en los que cuando la fusión es por absorción la posición de la sociedad absorbente es muy semejante a la de la sociedad autora de una OPA, en el supuesto que ahora se contempla.

Dado que la OPA en este supuesto suele estar condicionada a la aceptación respecto a un mínimo de acciones, la ratificación no sobrevendrá hasta que dicho mínimo se haya alcanzado. Existirá pues una fase de pendencia en que el contrato será ineficaz para la sociedad oferente y revocable por parte de los destinatarios que la hubieran aceptado.

No obstante nada impide que el oferente establezca una cláusula en la OPA en virtud de la cual deba entenderse que quien la acepta renuncia a la facultad revocatoria del artículo 1.259 del C.C., durante un plazo que el autor de la OPA señale para que tenga lugar la ratificación.

La ratificación del contrato tendrá lugar, como se ha dicho, mediante la adopción por la sociedad del acuerdo de ampliar el capital en cantidad suficiente para poder retribuir, en las condiciones pactadas en la OPA, a los que hubieren aceptado. Es discutible, sin embargo, si la ratificación tendrá o no efectos retroactivos.

De acuerdo con esta posición, parece que los administradores, por el hecho de formular la oferta, incurrirán en responsabilidad frente a los aceptantes de la OPA, si habiéndose aceptado ésta por el mínimo previsto no convocan la Junta, o si convocada votan en contra del acuerdo de ampliación.

Sin embargo, mantener la tesis de que la oferta lo es de contrato definitivo y no de un contrato preparatorio del mismo es a primera vista más difícil cuando lo que se ofrezcan sean obligaciones aún sin emitir, pues surgen dificultades derivadas del hecho de haber impuesto la Ley un determinado *iter* para la emisión de las mismas con la finalidad de proteger no sólo a los socios, sino también a los terceros y a los suscriptores...».

Después de hacer un examen de esos pasos, señalábamos:

«Como puede observarse, se entiende que el contrato es el de emisión y no la promesa del mismo, porque a nuestro juicio si la ratificación tiene lugar, no hará falta una nueva declaración negocial de ninguna de las partes para dar vida actual a la relación proyectada, pues con la simple ratificación ya habrá nacido incluso, en opinión de algunos autores, con efecto retroactivo» (20).

Inmediatamente después pasábamos a ocuparnos de las tesis que hasta entonces se habían mantenido a este respecto, concretamente las de Wtterwulghe, Benoit-Moury, Roblin y Loyrette, haciendo especial mención de la que había finalmente mantenido el primero de los autores citados, por ser la más próxima a la nuestra y porque su cambio de posición servía también para rechazar el concebir este tipo de ofertas como ofertas de canje o permuta (21).

3. Las nuevas tesis en la doctrina española

Pues bien, con ocasión del debatido asunto del Banco de Bilbao, la doctrina española se ha visto enriquecida con notables aportaciones respecto a este supuesto. De entre ellas creemos conveniente ocuparnos, en primer lugar, de la mantenida por los profesores Gondra y Sánchez Andrés, por ser la más claramente contradictoria con la nuestra y la que ofrece, en conjunto, mayor novedad en relación con todas las que hasta este momento habíamos podido examinar (22).

A) *La OPA como oferta de suscripción*

Parten estos autores de negar la posibilidad de que este tipo de oferta pueda ser tratada como oferta de suscripción. Señalan más delante que los administradores tienen facultades para formularla, y terminan manifestando que el acuerdo de la Junta de ampliar el capital no puede concebirse ni como condición *stricto sensu* ni como *conditio iuris* a la que quede sometida la validez y eficacia del contrato, entendiendo que afectará únicamente al cumplimiento de un contrato previamente perfeccionado con plena validez y eficacia.

En lo que se refiere a la posibilidad o no de concebir ese tipo de ofertas como ofertas de suscripción es preciso advertir que si bien en el supuesto contemplado por los citados autores en la contrapartida ofrecida no sólo había acciones a emitir, sino acciones ya emitidas, y en ciertos supuestos dinero en efectivo, ellos reconocen expresamente el predominio y mayor importancia de las acciones a emitir; además las consideraciones a las que a continuación vamos a hacer referencia las realizan como si sólo existiera esta contrapartida.

Sobre la cuestión concreta de la naturaleza jurídica, señalan estos autores que no es posible concebir esta operación como una oferta pública de suscripción porque en ésta lo que se busca por quien la formula es obtener fondos del público al que ofrece las nuevas acciones, mientras que en este caso lo que se pretende por el autor de la oferta es adquirir el control de una sociedad mediante la adquisición de sus acciones. Añaden inmediatamente después que el régimen para las ofertas públicas de suscripción y para las ofertas públicas de adquisición es absolutamente diverso, y señalan finalmente que las ofertas públicas de venta y suscripción no están concebidas «para que el oferente se procure

directamente valores ajenos, por más que la articulación bilateral de cualquier operación onerosa de cambio presuponga que algo habrá de recibirse correlativamente del comprador o suscriptor y esta contraprestación pueda eventualmente consistir en valores» (23).

A nuestro entender, se olvida por los citados autores que existen diversos títulos jurídicos, en el sentido del artículo 609 del Código Civil, a través de los cuales una persona puede obtener un bien que desee, es decir, la adquisición de un bien puede llevarse a cabo a través de muy diversos contratos. Por tanto, la expresión «oferta pública de adquisición» es indicativa de un fenómeno económico pero, por su carácter genérico, no puede entenderse definitoria del contrato jurídico a través del cual se pretende la adquisición. La caracterización jurídica de este contrato dependerá del contenido de sus prestaciones y de los elementos tenidos en cuenta por el legislador a la hora de establecer la tipicidad de los contratos.

Desde esta perspectiva, es evidente que en la OPA, en el supuesto que estamos analizando, hay un evidente propósito de adquirir títulos; ahora bien, si el autor de la oferta ofrece dinero, habrá una oferta de compra, si ofrece, por ejemplo, títulos de otra sociedad o de la propia sociedad oferente ya emitidos, habrá una oferta de permuta y si ofrece acciones propias aún no emitidas, habrá una oferta de suscripción en tanto en cuanto la suscripción se conciba, como se hace en nuestro Derecho, como un negocio autónomo distinto a la compraventa, si la suscripción es con dinero, o a la permuta, si la suscripción es con aportación *in natura* (24).

Por otra parte, que nosotros sepamos, en ningún sitio está dicho que sean incompatibles las normas sobre ofertas públicas de adquisición y ofertas públicas de suscripción. Es más, allí donde existen estas dos normas diferenciadas en el supuesto contemplado, el oferente debe cumplir con ambas, casos de Bélgica y Estados Unidos, así como también Gran Bretaña, donde, en virtud de la sentencia dictada en el caso Governments Stock and Other Securities Investment Co. Ltd. v. Christopher (1956), se estableció que las OPA en que se ofrecieran títulos a emitir no tenían que cumplir con las normas de *prospectus*, por estimar que no eran ofertas al público.

A este respecto, es preciso destacar que, por ejemplo, en Bélgica la Comisión Bancaria comenzó a ocuparse de las OPA porque en las que tuvieron lugar en la primera época en dicho país se ofrecían títulos a emitir, y entonces, en virtud de que el control de las emisiones estaba reservado a la Comisión Bancaria, ésta intervino, llegando a ser necesaria para su intervención en las OPA de compra una modificación legislativa que tuvo lugar posteriormente, en 1964 (25).

No hay, por tanto, incompatibilidad entre las normativas, y además no existe tampoco ninguna necesidad ni de dogmática jurídica ni de política jurídica para que la finalidad de adquisición haga desaparecer la relevancia del título de adquisición. Ello era particularmente notorio en el caso contemplado por Gondra y Sánchez Andrés, en el que, como consecuencia de la OPA, la sociedad oferente podía haber tenido que realizar una ampliación de capital del equivalente al que hasta ese momento tenía.

B) *Poderes y facultades del Consejo de Administración*

Para Gondra y Sánchez Andrés, la absoluta relevancia de la adquisición frente a la absoluta irrelevancia del vehículo o medio jurídico para realizarla no queda en una mera cuestión que afecte a la naturaleza jurídica de la operación. Esta concepción influye decisivamente en la posición que estos autores adoptan en relación con el problema de la trascendencia que puede tener en este caso la contraprestación ofrecida en relación con el poder de los administradores para ofrecerla en la OPA.

Para los citados autores, «*conviene salir al paso del evidente error que, a nuestro juicio, se comete cuando se pretende cuestionar sobre la base de la naturaleza de la contraprestación el ámbito del poder de representación orgánica de los administradores, porque ello conceptualmente no es admisible*» (26).

Para ellos, lo relevante «*desde el ángulo de la representación de los administradores para vincular a la sociedad con su actuación, es el negocio en sí y su coordinación con el objeto de la sociedad. Es decir, si la oferta pública de adquisición de acciones con fines de control es o no un acto negocial que entre dentro de la esfera de representación del órgano administrativo de la sociedad. Decidido esto en sentido afirmativo, como ya se ha expuesto, los administradores tienen vía libre para comprometer la contraprestación que estimen conveniente y por tanto para ofrecer todo tipo de bienes..., pero sin que nada recorte el ámbito de la representación orgánica de los mismos hacia el exterior...*» (27).

En apoyo de esta tesis citan al

profesor Esteban Velasco. Para Gondra y Sánchez Andrés, el único límite de las facultades de representación de los administradores es el objeto social, y aplicando tal tesis al supuesto ahora contemplado, si existe entre el negocio de adquisición y el objeto social la relación suficiente para que exista una coordinación funcional, el poder representativo de los administradores no podrá verse en modo alguno puesto en cuestión.

Por nuestra parte, diremos que aun cuando el órgano de administración tenga facultades genéricas para adquirir y aun cuando la adquisición concreta de que se trate esté vinculada al objeto social, no existe motivo suficiente para admitir por esa simple razón que a través de una adquisición concreta pueda alterarse el cuadro de competencias y facultades existente en nuestra legislación entre Junta General y órgano de administración, y, por tanto, no puede admitirse que la finalidad de adquirir haga irrelevante el vehículo jurídico a través del cual se pretende realizar la adquisición. Consiguientemente, todo lo anterior no permite afirmar que, siendo la contrapartida títulos a emitir, cuya emisión es competencia de la Junta e implica una alteración de los estatutos sociales, los administradores tengan competencia para ello y vinculen con su actuación a la sociedad.

Es más, precisamente el autor que citan en apoyo de su opinión Gondra y Sánchez Andrés, el profesor Esteban Velasco, y además en el mismo trabajo citado por ellos, en relación con el tema que nos ocupa, dice textualmente lo siguiente:

> «Como es sabido, históricamente, en las legislaciones vinculadas a la tradición francesa, gran parte de la organización societaria es Derecho dispositivo, desempeñando la libertad de configuración de los socios un papel decisivo no sólo para establecer las relaciones de competencia entre órgano de administración y Junta de socios, sino también para determinar las condiciones de las obligaciones de la sociedad».

Inmediatamente después pasa el citado autor a hacer referencia al tratamiento de la cuestión en el Derecho germánico, señalando que, con la finalidad de proteger a los terceros, el Derecho alemán ha declarado siempre «la ilimitación del poder de representación dentro del ámbito legal de competencias orgánicas», añadiendo más adelante que:

> «En consecuencia, son irrelevantes frente a terceros todas las limitaciones, cualquiera que sea su fuente y extensión, siempre que el órgano se mueva en la esfera legal de competencias. La radicalidad del planteamiento se revela en que ni siquiera el objeto social es un límite legal y externo, sino meramente interno... En formulación positiva implica reconocer al órgano de representación poder de decisión para realizar cuantos actos pertenezcan a la esfera de competencia del órgano que actúa con terceros. Ese ámbito sólo queda limitado por los poderes legales de los otros órganos» (28).

Como puede verse, no sólo el objeto social puede limitar el poder de representación de los administradores, sino también los poderes legales de los otros órganos. La distribución de competencias entre órganos establecida por la Ley de Sociedades Anónimas no significa, al parecer, para Gondra y Sánchez Andrés, ningún límite al poder de representación de los administradores. No podemos compartir esta tesis, pues con ello se quebrantaría la Ley y, como dice Girón:

> «Se puede sentar, como principio general para nuestro Derecho, que, salvo reglamentación contraria en los Estatutos, administración y representación legalmente tienen el mismo ámbito desde el punto de vista de la legitimidad de actuación del órgano; salvo las competencias reservadas a la Junta General, y dentro del concepto de gestión social, los administradores no encuentran a su actuación más límite que el del objeto social» (29).

C) *El acuerdo de la Junta General como acuerdo de ratificación*

De lo expuesto se desprende también, a nuestro juicio, no sólo que los administradores actúan sin poder suficiente para vincular a la sociedad en el caso de que ésta rechace en Junta General la ampliación de capital o, dicho de otro modo, para obligar a ésta a crear las acciones nuevas ofrecidas como contraprestación, sino también que el acuerdo de la Junta General ampliando el capital operará no sólo con carácter instrumental para poder cumplir un contrato válido y eficaz previo, sino como medio de ratificar lo actuado por los administradores sin poder suficiente y como medio para convalidar un contrato que hasta ese momento era, para la sociedad oferente, ineficaz.

Gondra y Sánchez Andrés entienden, por el contrario, que el acuerdo de la Junta General en modo alguno constituye condición de la validez y eficacia de lo actuado por los administradores, señalando que se trata de un acuerdo meramente instrumental que actúa en relación con la ejecución y no con la perfección del contrato, y que está desprovisto de cualquier contenido ratificador de lo actuado por los administradores.

Para llegar a esta proposición parten de poner en relación, siguiendo lo que en su día dijimos, el supuesto contemplado con el

de la sociedad absorbente en la fusión por absorción, y a este respecto señalan que, según Girón, un sector de la doctrina (cuya opinión, advierten, Girón no comparte) entiende que es cuestionable la necesidad de un acuerdo ratificador por la Junta General de la sociedad absorbente en el supuesto, que ésta no requiriese de un aumento de capital para llevar a cabo la integración de los socios de la absorbida (30).

Con este punto de arranque, Gondra y Sánchez Andrés pasan a examinar el supuesto de la OPA a que estamos haciendo ahora referencia, y comienzan señalando las diferencias que el mismo presenta respecto a la fusión, que, según ellos, concretamente son dos:

La primera es que en la fusión el convenio inicial se concluye «entre las instancias gestoras de las sociedades implicadas» *(sic),* mientras que en la OPA el negocio jurídico se establece entre los administradores de la oferente y los accionistas de la afectada *(target,* en la terminología utilizada por ellos).

La segunda diferencia estriba en que, para los citados autores, en el supuesto de OPA contemplado, el «negocio jurídico constituye un verdadero contrato no sólo perfecto, sino además plenamente eficaz *ab initio,* que, a diferencia de lo que sucede en la fusión (de acuerdo, al menos con el régimen de nuestro Derecho positivo), no requiere de complemento ratificador alguno por el posterior acuerdo de la Junta General de la sociedad oferente, cuyo concurso sólo se pide —y es para ella un acto realmente "debido"— con la pura finalidad "instrumental" de proceder a la correspondiente ampliación de capital, trámite éste obligado y que ciertamente sólo puede ser realizado por dicho órgano, para dar debido cumplimiento a las obligaciones contraídas por la sociedad ofertante —vinculada por la actuación anterior del órgano competente, como ha quedado expuesto, para ello— frente a los aceptantes de la OPA».

Estamos de acuerdo con que en la OPA la sociedad oferente realiza su oferta a los accionistas de la afectada directamente, sin pasar a través de los órganos societarios de ésta. Ahora bien, por esta razón, considerada por sí sola, no desaparece el carácter y naturaleza corporativos de una ampliación de capital. Habrán de ser otras las razones por las cuales los administradores tengan competencias para obligar y comprometer a la sociedad, sin necesidad de intervención de la Junta, en un contrato en el que la contrapartida ofrecida sólo puede crearse mediante acuerdo de ella e implica además una modificación de los estatutos sociales.

Esa otra razón consiste únicamente en entender que, por tratarse de una adquisición conectada con el objeto social, los administradores tienen poder para vincular a la sociedad con independencia de la contraprestación que ofrezcan, incluso aun cuando sean acciones a emitir y su emisión haya de decidirse por la Junta General.

En esta línea, analizan los citados autores el carácter del acuerdo de la Junta General en relación con el conjunto de la operación, y mantienen el carácter instrumental en el sentido ya indicado.

Añaden estos autores, en apoyo de su tesis, que el concebir el acuerdo de la Junta como ratificador de lo actuado por los administradores sin poder suficiente es una mala traslación al Derecho español de lo que sucede en el derecho anglosajón, donde, según afirman, había sido tradicional la atribución a los administradores de la facultad de acordar la emisión de nuevas acciones sin intervención de la Junta, y el *Informe Jenkins,* ante el abuso de estas facultades con ocasión de las OPA, recomendó limitarla. Continúan diciendo que en una posterior reforma del Derecho de Sociedades inglés se estableció «en casos como el presente, una restricción de la competencia del órgano de administración, con la exigencia específica de contar con la autorización de los estatutos o de la Junta General para que los titulares de aquel órgano pudieran emitir nuevas acciones» y, en consecuencia, señalan, una OPA cuya ejecución comporta la emisión de nuevas acciones se hace necesario que se formule en términos condicionales, puesto que los administradores no tienen competencia por sí mismos para acordar una oferta de este género de manera plenamente eficaz ni siquiera haciendo uso del capital «autorizado» en base a una autorización genérica.

En apoyo de esta opinión citan la obra de Weinberg y Blank (31). Pues bien, lo que dicen los citados autores es que será necesario un acuerdo de Junta General si no existe suficiente capital autorizado no emitido, puesto que, en tal caso, la ampliación de capital es competencia exclusiva de la Junta General. A esto añaden que el *Companies Bill* de 1978 pretendía que, en el supuesto de que existiera capital autorizado no emitido, los administradores sólo pudieran emitirlo si contaban con una previa autorización de la Junta, que debía establecer el tope máximo de acciones a

emitir y el plazo máximo para su emisión, y ello no sólo en la página 259, sino, más claramente todavía, en la 274.

Por lo demás, precisamente el requisito del acuerdo de la Junta General, como condición o presupuesto de la validez de lo actuado por los administradores sin poder suficiente, tiene en el derecho español la misma fundamentación que en el inglés, según lo interpretan Gondra y Sánchez Andrés: la falta de competencia de los administradores para ampliar el capital y para modificar los estatutos.

En conclusión, disentimos en que la oferta no sea una oferta de suscripción, entendemos que los administradores actúan sin poder y, por tanto, creemos que el acuerdo de la Junta es necesario para ratificar lo actuado por los adminitradores sin poder suficiente.

D) *La OPA como oferta de vinculación limitada para la sociedad oferente*

Otros autores han mantenido el poder de los administradores para hacer este tipo de oferta, pero entendiendo que por la actuación de los administradores a lo que únicamente queda vinculada la sociedad es a convocar Junta y a debatir en ella sobre el aumento de capital. En este sentido se expresan Rojo y Otero en sus respectivos dictámenes (32), si bien mientras el primer autor, en plena coherencia con su tesis, mantiene que la sociedad oferente no contrae responsabilidad alguna respecto a la emisión de las nuevas acciones, el segundo, por su parte, señala que: «Lo que hace el Consejo de Administración, en su condición de tal, al preparar y presentar una oferta en la que figuran inicialmente títulos a emitir, es ofertar la creación de unos títulos —las nuevas acciones— en nombre de la sociedad oferente, la cual, como representada, queda obligada a poner en marcha el mecanismo legal para que se pueda adoptar el acuerdo de emitir los nuevos títulos».

Sin perjuicio de continuar inmediatamente con la transcripción de la opinión de este autor, queremos poner de manifiesto que si el Consejo ofrece la creación de unas acciones en nombre de la sociedad y se entiende que tiene facultades para ello, a lo que queda la sociedad obligada es a crearlas, no a poner en marcha un mecanismo.

Sigue diciendo el citado autor: «Desde esta perspectiva, es evidente que ni el Consejo de Administración toma el acuerdo de elevar el capital social ni promete que él tomará dicho acuerdo. A lo que se compromete el Consejo de Administración en esta fase inicial de preparación es a iniciar los trámites legales exigidos para que el órgano social competente adopte el correspondiente acuerdo. Dicho con otras palabras, el Consejo de Administración se compromete a convocar una Junta General en cuyo orden del día figure el aumento del capital social y la emisión de las nuevas acciones. Y esto es indiscutible que está dentro de su competencia». (Es decir, para este autor la sociedad, en virtud de la actuación del Consejo, no se compromete a emitir las nuevas acciones y a entregar los títulos a los destinatarios de la OPA.) Sigue señalando: «Precisamente porque no hay exceso de poder por parte de los administradores, ya que el Consejo no adopta el acuerdo de aumentar el capital social, es por lo que la posterior decisión de la Junta General de aumento del capital y de emisión de las nuevas acciones no es una ratificación de la decisión de los administradores». ¿Qué es entonces ese acuerdo en relación con la oferta hecha por el Consejo en nombre de la sociedad? El autor nos lo dice a continuación: «Al decidir el aumento y al crear los nuevos títulos la Junta General no está ratificando la decisión de otro órgano —porque tal órgano no tomó decisión alguna al respecto—, sino cumpliendo el compromiso contraído en su nombre por los administradores de crear nuevos títulos para canjearlos por los de la sociedad afectada». Pues bien, sorprenden de esta afirmación dos aspectos. Por una parte, la actuación del Consejo en nombre de la Junta («compromiso contraído en su nombre por los administradores») y, por otra parte, que, al parecer, los administradores se habían comprometido a algo más que a poner en marcha el mecanismo legal para que se pueda adoptar el acuerdo de emitir los nuevos títulos, como se afirma al comienzo del párrafo transcrito; según la última afirmación, a lo que se habían comprometido los administradores es a crear los nuevos títulos para canjearlos por los de la sociedad afectada.

Llegados a este punto, queremos señalar que nos ratificamos en nuestra opinión de hace años sobre la naturaleza jurídica de este supuesto de OPA. Con arreglo a las normas generales, si esta OPA se llevara a cabo en la forma expuesta, no habría burla de la competencia de la Junta General para ampliar el capital por el hecho de que ésta adoptara su acuerdo después de formulada la OPA y una vez que hubiera tenido éxito en cuanto a su aceptación. Sin el acuerdo de

la Junta no existe un contrato de suscripción válido, aunque sometido en su eficacia al cumplimiento de una condición; existe, por el contrario, un contrato inválido e ineficaz pero susceptible de ser convalidado por acuerdo de la Junta General (33).

Lo que ahora es preciso examinar es si una operación de estas características tiene posibilidad de realizarse conforme a lo dispuesto en el R.D. 279/1984.

4. Posibilidad de su formulación al amparo del R.D. 279/1984

La posición contraria a su admisibilidad se ha mantenido con base en las siguientes razones:

En primer lugar, se ha señalado que el Real Decreto (artículo 4.°) sólo concibe la posibilidad de realizar conforme a sus disposiciones ofertas de compra, de canje o mixtas.

Siendo el supuesto contemplado una oferta de suscripción (en el supuesto de acciones) o de emisión (en el supuesto de obligaciones), y teniendo en cuenta que una autorizada doctrina mantiene el carácter específico de ambos contratos y la imposibilidad de asimilarlos tanto a la venta como a la permuta (según se suscriban los títulos con dinero o con bienes de naturaleza diversa), habría que concluir que una oferta de este tipo no está contemplada por el Real Decreto.

En ausencia de referencia expresa en la citada norma a las ofertas de suscripción o de emisión, cabría entender que tales ofertas no son susceptibles de tramitación conforme al citado Real Decreto, y en apoyo de esta tesis podría utilizarse, por una interpretación analógica, lo dispuesto en el último párrafo del referido artículo 4.°, que señala que:

> «En ningún caso tendrán la consideración de ofertas públicas de valores mobiliarios las que ofrezcan una contraprestación distinta del dinero o títulos de renta fija o variable».

Comentando este precepto, López Antón se hacía la siguiente pregunta: «¿Quiere esto decir que si una sociedad oferente se halla en los supuestos de aplicación de la normativa reguladores de la OPA, pero la contraprestación ofrecida no consiste en dinero o títulos, podrá llevar a cabo la adquisición sin sujeción a lo previsto en el Real Decreto?». A esta pregunta daba el citado autor la siguiente respuesta: «Parece claro que no es esa la interpretación correcta, y que la intención del legislador es que todas las ofertas que cumplan los requisitos establecidos por el Real Decreto hayan de efectuarse por el procedimiento de la OPA, y que en tal caso la contraprestación habrá de consistir en dinero o títulos; de lo contrario, no podrá llevarse a cabo la adquisición pretendida» (34).

Si en el último párrafo del artículo 4.° se entiende que existe una intención prohibitiva, cabe pensar que, utilizando también el futuro en la parte primera del referido artículo, su contenido habrá de ser imperativo, es decir, que el R.D. no admite ofertas distintas a las de compra, canje o mixtas. No obstante, debemos hacer una salvedad en cuanto a la opinión de López Antón; a nuestro juicio, caben ofertas públicas al margen del R.D. conforme al artículo 74 del Código de Comercio siempre que no se pretenda utilizar a un agente de cambio y Bolsa.

El segundo argumento utilizado se refiere a la falta de poder para formular la OPA por parte de los administradores, al no ser éstos el órgano competente para crear las acciones (o en su caso obligaciones) que se ofrecen como contraprestación en la OPA, lo que hace que la oferta no pueda considerarse irrevocable, como exige el artículo 13 del Real Decreto, ya que bastará que la Junta no acuerde la ampliación o la emisión para que la OPA se entienda revocada, advirtiéndose que la Junta es libre de actuar así al no estar vinculada por el acuerdo del Consejo de Administración.

Este argumento se utilizó con motivo de la oferta del Banco de Bilbao por las juntas sindicales de las bolsas de Madrid, Barcelona y Valencia, para señalar la contradicción de la oferta del Banco de Bilbao con el artículo 13. Este argumento se estima inconsistente por los profesores Menéndez y Uría en el prólogo al libro *La OPA del Banco de Bilbao*, por entender que la no adopción del acuerdo de la Junta puede dar lugar al incumplimiento, pero no a la revocación de la OPA. Para nosotros, conforme a la opinión mantenida, lo que sucede es que hasta que se produzca el acuerdo de la Junta General lo que no existe es una oferta de contrato que vincule a la sociedad y, por tanto, como oferta de la sociedad no existe al tiempo de la aprobación por la junta sindical, y entonces de lo que se trató no es ya tanto de la revocabilidad o irrevocabilidad de una oferta de la sociedad autora de la OPA, sino de la existencia o inexistencia, o de la validez y eficacia, o invalidez o ineficacia, de una oferta de dicha sociedad. En cualquier caso, el resultado sería el mismo, no cabría admi-

tirla como oferta por parte de una junta sindical de una Bolsa, además de por las razones aducidas, por la específica posición de la junta sindical en relación con una operación de carácter bursátil.

Se ha señalado también que el hacer depender la eficacia del contrato del acuerdo de la Junta General de la propia sociedad oferente sería someterlo a una condición potestativa que iría contra lo dispuesto en los artículos 1.115 y 1.256 del Código Civil.

Este argumento se utilizó, en el caso del Banco de Bilbao, de modo muy especial por la Junta Sindical de la Bolsa de Barcelona. Al entender que se trataba de una *conditio iuris*, en su día entendimos que no resultaban aplicables a este supuesto las normas sobre la condición potestativa del Código Civil y que cabía aplicar, por el contrario, como se hace en la fusión por absorción para dar cierta eficacia a los pactos previos de fusión por toda nuestra doctrina, excepto Uría, el artículo 1.259 del Código Civil.

Todas estas razones no hacen explícita la verdadera razón que se opone a la admisibilidad de este tipo de ofertas en el marco del Real Decreto 279/1984, aunque esté latente en muchas de ellas, en especial en las tocantes a la irrevocabilidad y a la falta de poder de los administradores.

La razón de más peso, a nuestro modesto entender, está íntimamente relacionada con la conexión del citado Real Decreto con el Reglamento de Bolsas.

Es preciso recordar que el Real Decreto concibe la OPA como una operación bursátil, y en función de esta consideración establece su régimen. En este sentido, determina una serie de competencias para las juntas sindicales de las bolsas en todo el proceso de tramitación de la OPA, y en el ámbito estrictamente contractual impone la exigencia de que las aceptaciones sean suscritas por un agente mediador que responderá de la titularidad y tenencia de los títulos a que se refiera (artículo 15.2). Establece también que las declaraciones de aceptación han de hacerse ante las juntas sindicales de las bolsas de comercio donde el valor esté admitido a cotización oficial (artículo 15.1) —quizá hubiera sido más exacto decir ante el agente designado por las juntas sindicales... Se establece también que las OPA de compra se liquidan como operaciones de contado y las de canje habrán de liquidarse por los servicios de las juntas sindicales correspondientes (artículo 18).

Esto significa que quienes van a ser parte en el contrato van a ser los agentes que intervengan por parte del oferente y del aceptante, como sucede en los contratos bursátiles y, siendo el agente del oferente el designado por la junta sindical, será ésta la que tenga que preocuparse de dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 95 del Código de Comercio, que, entre otras cosas, exige que el agente se asegure de la identidad, y de la capacidad legal para contratar, de las personas en cuyos negocios intervenga. Si partimos de que los administradores carecen de facultades para, por sí solos, vincular y obligar a la sociedad oferente en la propuesta que realizan, y su oferta sólo obliga a proponer y resolver en Junta General sobre una ampliación de capital, parece evidente que la junta sindical tendrá razones sobradas para negarse a tramitar una oferta en tales condiciones, que se pretende presentar como oferta irrevocable de la sociedad oferente de adquirir títulos a cambio, en todo o en parte, de acciones u obligaciones no emitidas.

Por otra parte, la junta sindical habrá de tener también muy presente que el artículo 101 del Código de Comercio señala que los agentes responderán al comprador de la entrega de los efectos o valores sobre los que versen dichas operaciones y al vendedor del pago del precio o de la indemnización convenida.

Desde esta perspectiva, la simple eventualidad de que la Junta General de la sociedad oferente no llegara a emitir los títulos objeto de la contraprestación, en el supuesto de que fuera admisible que tal evento únicamente incidiría en la relación entre oferente y aceptante como un supuesto de incumplimiento, sería también razón más que suficiente para que la junta a la que corresponde pronunciarse pudiera negarse a tramitar la OPA, ya que en caso de incumplimiento sería el agente designado por ella quien debería directamente responder y habría de asumir las consecuencias patrimoniales del incumplimiento frente al agente del aceptante y frente a éste, sin perjuicio de su posible derecho a repetir contra el autor de la OPA.

También se encuentran en conexión con la «bursatilización» de la OPA determinadas exigencias del R.D. Así, por ejemplo, cuando se trata de las aceptaciones a la OPA se señala que habrá de ser presentada por escrito con la firma de un agente mediador, quien responderá de la titularidad y tenencia de los títulos a que se refiera (artículo 15).

Contemplada la cuestión desde la óptica del oferente, la junta sindical ante la que el potencial

autor de la OPA la presenta tiene derecho a que se le ofrezcan a su satisfacción, garantías de la solvencia necesaria para la ejecución de la propuesta y, satisfecha ésta, las demás donde el valor cotice podrán exigir garantías adicionales. Se nos podrá decir que estas garantías de solvencia están pensadas para la OPA en que la prestación consista en dinero, pero si se interpreta en función de la posición que asume en la OPA la junta sindical, que va a ser quien va a designar al agente del comprador, se comprenderá fácilmente que debe también exigir los títulos al autor de la propuesta. Ello, por otra parte, armonizaría perfectamente con lo dispuesto en el artículo 64 del Reglamento de Bolsas, que establece que: «En el mercado de contado sólo podrán negociarse por los vendedores los títulos-valores de los que sean propietarios con anterioridad». Precepto que, a pesar de las dificultades que puede presentar su interpretación, está bien claro lo que pretende, que no es otra cosa que el que el agente del vendedor, para aceptar la orden de venta, se cerciore de que éste es propietario de los títulos.

Hasta aquí hemos venido tratando de la admisibilidad de estas OPA partiendo del supuesto de que se pretenda que en una OPA de este tipo la sociedad se encuentra comprometida frente a los aceptantes a la entrega de los títulos a emitir. Ahora bien, si, como señalan algunos autores, en opinión que compartimos, la sociedad no se encuentra vinculada de ese modo, y sólo existe el compromiso de tratar en Junta de un aumento de capital para poder retribuir a los aceptantes de la OPA, es decir, si la contraprestación a la aceptación que obliga a la sociedad fuera únicamente esa obligación de hacer, entonces es evidente que no cabría dentro de lo dispuesto en el artículo 4.° del R.D.

En este caso, sin embargo, no alcanzamos a ver cómo jugaría el acuerdo de la Junta General para quienes no lo conciben como acuerdo ratificador o como *conditio iuris*. Al parecer, sería como una aceptación de una oferta realizada por los aceptantes de la OPA en respuesta a ésta, que, en este caso, contendría dos propuestas: una oferta de un contrato singular, *faces ut faciam* en terminología de Roblin, y una invitación a ofrecer sus acciones como contrapartida a una eventual ampliación del capital de la sociedad autora de la OPA. Evidentemente, preferimos la tesis de que el acuerdo de la Junta opera como *conditio iuris* en el sentido expuesto. Pero la tesis a la que hacemos referencia, que creemos próxima a la mantenida por el profesor Rojo en su dictamen (35), sí deja bien claro que la sociedad no queda vinculada por la oferta de los administradores a entregar las acciones a emitir a los aceptantes de la OPA.

Como cuestión no ya de dogmática jurídica, sino de política jurídica, puede ser quizá conveniente que, en una posible reforma del régimen de la OPA, se plantee si conviene o no adoptar una norma como la contenida en el artículo 181 del Reglamento General de la Compañía de Agentes de Cambio francesa, que precisa en este supuesto la irrevocabilidad de los compromisos asumidos, se entiende de la obligación de proponer a la Junta General de accionistas un proyecto de resolución tendente a remunerar a los vendedores en las cláusulas y condiciones previstas en la oferta pública. Es decir, admitir este tipo de ofertas, pero dejando bien claro la obligación de la sociedad en virtud de la OPA, si bien debemos advertir que en Francia, por ejemplo, Trochu cuestionó en su día si una simple orden ministerial era suficiente para adoptar una norma como la referida (36).

Como también se ha alegado que la inadmisibilidad de este tipo de ofertas podría hacer inviables las adquisiciones de sociedades con gran capital social, es preciso advertir que ello no es así, puesto que podrán realizarse con dinero tomado a préstamo o, incluso, mediante una emisión de acciones u obligaciones asegurada por un especialista que, conociendo al oferente, pueda anticiparle los fondos.

A este respecto, cabe citar que en el intento de adquisición de una participación significativa de la Sociedad General de Bélgica por una sociedad vinculada al financiero italiano Benedetti, la financiación, según informa la prensa, se ha hecho mediante una emisión simultánea o muy próxima a la OPA.

En relación con este tipo de OPA, cabría también formularlas como ofertas con una doble alternativa de dinero o de nuevos títulos, con facultad de elegir por parte del oferente. Así lo ha sugerido el profesor Rojo (37), y en Francia, vista la polémica suscitada por la OPA de B.S.N. sobre las acciones de Saint-Gobain, esta fórmula se propuso por la B.N.P a sus clientes (38).

VI. LAS COMPETENCIAS DE LAS JUNTAS SINDICALES DE LAS BOLSAS Y DEL MINISTERIO DE ECONOMIA Y HACIENDA EN RELACION CON LA OPA (CON ESPECIAL REFERENCIA A SU ADMISION)

1. Antecedentes

En los diversos proyectos y anteproyectos de comienzos de los años setenta, tuvo una influencia notoria la reglamentación francesa, y en esta línea se conferían las facultades de mecánica bursátil a las juntas sindicales, pero para poder anunciar públicamente una OPA era necesario que el Ministerio de Hacienda, al que se notificaba la OPA por la junta sindical que la hubiera recibido, una vez examinada y encontrada conforme, no se opusiera a ella, concediéndole para ejercitar este derecho de veto un plazo de diez días.

Al Ministerio de Hacienda se le debía, además, informar de la suspensión de cotización y se le encomendaba la resolución de los recursos contra las resoluciones de las juntas sindicales.

Desde el comienzo se suscitó la cuestión de qué junta sindical debía ser competente en el supuesto de que el valor objeto de la OPA cotizara en diversas bolsas. A este respecto, el profesor Sánchez Calero, ya a comienzos de los años setenta, señalaba lo siguiente:

> «Hay otro problema de distinta naturaleza que no se resuelve en esta disposición: la coordinación precisa entre las tres Juntas Sindicales. La circunstancia de que un valor mobiliario pueda ser cotizado simultáneamente en las tres Bolsas hace que se plantee la cuestión de saber cuál de las tres Juntas Sindicales ha de ser la competente para la actuación que la disposición proyectada atribuye a estos órganos. Porque las Juntas Sindicales pueden suspender la cotización con motivo de la preparación de una OPA (artículos 5.°, párr. 3.°, y 7.°, párr. 1.°, suspensión que afecta a la contratación en todo el territorio nacional), se establece el deber de comunicación de ciertos datos a ellas (artículos 8.°, 10, 22, etc.), tienen ciertas facultades discrecionales (artículo 11), etc. ¿Qué Junta es la competente? ¿Cualesquiera de las tres si en ellas se cotiza el valor?
>
> En el tráfico francés —donde se ha producido una canalización de la operación a través de la Junta Sindical— el problema se resuelve por la prohibición de cotizar simultáneamente un valor en varias Bolsas. Mas en nuestro país al operarse de forma diversa ha de buscarse una solución para esta cuestión.
>
> Para ello debe tenerse en cuenta que la oferta pública es, en principio, única. A esta unicidad de la operación debe corresponder el que sea exclusivamente una la Junta Sindical que opere *y que los actos realizados por esta Junta produzcan efecto en las demás Bolsas.* Para ello puede pensarse que en los casos en que el valor se cotice en dos o más Bolsas, *sea el propio oferente quien tome la iniciativa de elegir la Junta Sindical ante la que se va a desarrollar el mecanismo de la operación*» (39).

Por esta razón, sin duda, en el proyecto de 1972 se establecía que antes incluso de presentar una OPA, cuando ésta estaba en preparación, debería comunicarse tal preparación a todas las bolsas donde el valor cotizara (artículo 6.°), pero la presentación formal de la OPA podría hacerse en cualquiera de las juntas donde el valor cotizara, la cual debía dar traslado a las demás en donde dicho valor cotizara, que podían recabar información complementaria (artículo 7.°), la junta sindical ante la que se promovió la oferta podía pedir garantías de solvencia (artículo 8.°) y, satisfechas éstas y recibida la información complementaria por la junta sindical, ésta la elevaba al Ministerio con su informe y propuesta, pudiendo el Ministerio oponerse a su realización en el plazo de diez días (artículo 9.°).

Si no había oposición, se anunciaba la oferta en todos los boletines de *Cotización Oficial* donde el valor cotizase, en el *Boletín Oficial del Estado* y en tres periódicos de difusión nacional y, con ocasión de los anuncios publicados en relación con la OPA por el oferente, la junta sindical de la Bolsa ante la que se promovió era la competente. En lo demás, las juntas sindicales tenían las mismas competencias que en la actualidad tienen.

Vista la posición contraria del Consejo de Estado a las facultades otorgadas al Ministerio en relación a la admisibilidad de una OPA (véase dictamen 38283, de 9 de noviembre de 1972), ya no apareció en los sucesivos proyectos, ni en el R.D. 1.848/1980 ni en el actual.

En el R.D. de 1980 sí aparece ya una novedad importante respecto al proyecto de 1972, consistente en facultar a las demás juntas sindicales donde el valor cotice para exigir garantías complementarias de solvencia. Lo cual parece lógico, dado que ante esas juntas se iba a poder aceptar la OPA. De esta forma, se puso un inciso final a lo que en el proyecto era el artículo 8.° y posteriormente ha sido el artículo 9.°, y por esta razón se han podido originar confusiones en relación con la expresión utilizada en el artículo 10.1 de los dos reales decretos —«la Junta Sindical», en

singular—, lo que no tiene más explicación que la falta de coordinación gramatical después de haber incluido un inciso en el artículo 9.°

Queremos también destacar que por lo menos en todos los proyectos hasta 1979 que nos fueron sometidos a dictamen como asesores de la Bolsa de Madrid, en lo que son hoy los equivalentes a los artículos 9.° y 10, entonces 8.° y 9.°, se utilizaban las expresiones «acordar o denegar la realización de la oferta pública». Esta expresión «acordar la realización» se mantuvo en los artículos 11 de los dos reales decretos, pero, como veremos, no sucedió lo mismo con el artículo 10 de dichos reales decretos, cuyo parágrafo 2.° ha originado gran polémica.

Antes de pasar a tratar del problema concreto de las competencias de las juntas sindicales de las distintas bolsas en relación con la «realización» de una OPA que tenga por objeto títulos que coticen en varias bolsas, queremos señalar que en todos los proyectos de decreto hasta 1980 las facultades decisorias siempre las tenía la junta ante la que se promovía la OPA (por consiguiente, antes de que se promoviera la OPA todas las juntas tenían iguales competencias para adoptar el acuerdo de suspender la cotización).

El cuadro competencial sólo se vio posteriormente alterado por la posibilidad de exigir garantías complementarias y por otorgar ciertas facultades a las demás juntas distintas a aquélla ante la que se promovió la OPA y donde cotizase el valor objeto de ésta, en relación con la admisibilidad. Examinar cuáles son esas facultades es lo que vamos a tratar de hacer a continuación.

2. Las competencias de las juntas sindicales en relación con la admisibilidad de una OPA sobre títulos cotizados en varias bolsas

Comencemos viendo la génesis del precepto que ha originado las dudas interpretativas. Para ello es preciso partir del dictamen del Consejo de Estado de 28 de agosto de 1980, antecedente inmediato del Real Decreto 1.848/1980, de 5 de septiembre, precedente, a su vez, del Real Decreto 279/1984, de 25 de enero.

En el citado dictamen dice el Consejo de Estado:

> «Artículo 10. Procede redactar:
>
> 1. Recibida la información requerida por la Junta Sindical, ésta en un plazo no superior a quince días, *acordará o denegará la tramitación de la oferta pública de adquisición,* dando traslado de su acuerdo a los interesados, al Ministerio de Economía, a las demás Juntas Sindicales y a la Junta Central de Colegios de Corredores Colegiados de Comercio.
>
> El acuerdo denegatorio, o la falta de acuerdo expreso tomado dentro de plazo, podrá ser recurrido en alzada ante el Ministerio de Economía. La resolución de este Ministerio, adoptada previo informe del Consejo Superior de Bolsas, causará estado y sólo podrá ser recurrible en vía contencioso-administrativa.
>
> 2. Si el valor cotizase en más de una bolsa o bolsín, *el acuerdo de tramitación de la oferta pública de adquisición* deberá dictarse con la conformidad previa de las demás juntas sindicales de las otras Bolsas o Bolsines de cotización. A falta de conformidad de alguna de las Juntas Sindicales competentes, la facultad de resolución pasará al Ministerio de Economía, con informe previo del Consejo Superior de Bolsas».

De este texto se deduce, a nuestro juicio con toda claridad, la siguiente mecánica operativa. La junta sindical ante la que se tramita la OPA tiene quince días para decidir si acuerda tramitar o denegar la OPA; transcurrido ese plazo, el silencio tiene efectos negativos y se equipara a la denegación. Tanto el acuerdo denegatorio como la falta de acuerdo de tramitación en los mencionados quince días, son susceptibles de recursos de alzada. No obstante, si el valor cotiza en varias bolsas, la junta sindical ante la que se presentó la OPA, para acordar su tratamiento (o su realización, como decía el proyecto examinado por el Consejo de Estado y luego han seguido diciendo los dos reales decretos en el artículo 11), habrá de contar con el informe favorable de las demás juntas sindicales.

No ofrecen duda que en el artículo 10.1, párrafo primero, acordar la tramitación («acordará la tramitación») se utiliza como opuesto a denegar la tramitación («denegará la tramitación»), por tanto la expresión «el acuerdo de tramitación» utilizada en el artículo 10.2 no puede tener otro significado que el de un acuerdo positivo en el sentido de permitir que la OPA se realice o, por utilizar la terminología de los artículos 11 de los dos reales decretos sobre OPA, «acuerdo de tramitación» debe entenderse como expresión equivalente a «acuerdo de realización», que es la expresión utilizada en los precedentes del artículo 10 elaborados en el seno de la Administración.

Queda claro que la necesidad de dar la conformidad por parte de las demás juntas sindicales sólo se exige para el acuerdo de tramitación, no para el acuerdo denegatorio. Veamos cómo pasó

este artículo, propuesto por el Consejo de Estado, al Real Decreto de 1980, cuyo artículo 10 dice textualmente lo siguiente:

> «Artículo 10. Uno. Recibida la información requerida por la Junta Sindical, ésta, en un plazo no superior a quince días, acordará la tramitación de la oferta pública de adquisición, dando traslado de su acuerdo a los interesados, al Ministerio de Economía, a las demás juntas sindicales y a la Junta Central de Colegios de Corredores Colegiados de Comercio.
>
> El acuerdo denegatorio o la falta de acuerdo expreso tomado dentro de plazo podrá ser recurrido en alzada ante el Ministerio de Economía. La resolución de este Ministerio adoptada previo informe del Consejo Superior de Bolsas causará estado y sólo podrá ser recurrida en vía contencioso-administrativa.
>
> Dos. Si el valor cotizase en más de una Bolsa o Bolsines, el acuerdo de tramitación de la oferta pública de adquisición deberá dictarse con la conformidad previa de las demás Juntas Sindicales de las otras Bolsas o Bolsines oficiales. A falta de conformidad de alguna de las Juntas Sindicales competentes, la facultad de resolución pasará al Ministro de Economía, con informe previo del Consejo Superior de Bolsas»

Si se coteja este precepto con el propuesto por el Consejo de Estado, se observan las siguientes diferencias: en el artículo 10.1, párrafo primero, mientras en el texto del Consejo de Estado se dice «la información requerida por la Junta Sindical, ésta...», en el texto transcrito la coma entre «sindical» y «ésta» se pone después de la palabra «ésta». La segunda diferencia consiste en que mientras en el texto del Consejo de Estado se dice «acordará o denegará la tramitación», en el Real Decreto se dice «acordará la tramitación», omitiendo las palabras «o denegará».

En el artículo 10.1, 2.°, mientras en el texto del Consejo de Estado se utiliza la palabra «recurrible», en el texto del Decreto se utiliza la palabra «recurrida». En el artículo 10.2, en la primera frase, emplea la palabra «Bolsín» en singular el Consejo de Estado y en plural el Real Decreto, y el Decreto omite la expresión «de cotización» utilizada por el Consejo de Estado («Bolsas o Bolsines oficiales *de cotización*. A falta de...»).

Teniendo en cuenta que en el preámbulo del Real Decreto se dice «previa conformidad del Consejo de Estado», no cabe duda que es un olvido mecanográfico o un error de imprenta la ausencia de la expresión «o denegará» del párrafo primero del artículo 10.1.

Las conclusiones extraídas anteriormente deben, por tanto, valer para el nuevo texto recogido en el Real Decreto.

Veamos, por último, qué es lo que dispone a este respecto el texto del Real Decreto hoy en vigor, es decir, el 279/1984.

> «Artículo 10. 1. Recibida la información requerida por la Junta Sindical, ésta, en un plazo no superior a quince días, resolverá sobre la tramitación de la oferta pública de adquisición, dando traslado de su acuerdo a los interesados, al Ministerio de Economía y Hacienda, a las demás juntas sindicales y al Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio.
>
> El acuerdo denegatorio o la falta de acuerdo expreso tomado dentro del plazo podrá ser recurrido en alzada ante el Ministerio de Economía y Hacienda. La Resolución de este Ministerio causará estado y sólo podrá ser recurrida en vía contencioso-administrativa.
>
> 2. Si el valor cotizase en más de una Bolsa o Bolsines, el acuerdo de tramitación de la oferta pública de adquisición deberá dictarse con la conformidad previa de las demás Juntas Sindicales de las otras Bolsas o Bolsines oficiales. A falta de conformidad de alguna de las Juntas Sindicales competentes, la facultad de resolución pasará al Ministerio de Economía y Hacienda».

Cotejado este artículo con el correspondiente del Real Decreto de 1980, se observan las siguientes diferencias: primera, en lugar de hacerse referencia a « la Junta Central de Colegios de Corredores Colegiados de Comercio» se hace referencia al «Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio»; segunda, se suprime la intervención del Consejo Superior de Bolsas y, finalmente, en el artículo 10.1, 1.°, donde antes de decía «acordará la tramitación» ahora se dice «resolverá sobre la tramitación».

Nadie dudará que la expresión «resolverá sobre la tramitación» se armoniza perfectamente con la que se utilizaba en el dictamen del Consejo de Estado de 1980, «acordará o denegará la tramitación», y por ello «acordar la tramitación» es una expresión que en el Decreto tiene absolutamente el mismo significado que «acordar la realización de la oferta», como se dice en el artículo 11.

Por todo lo expuesto, la expresión «acuerdo de tramitación» utilizada en el artículo 10.2 no puede tener otro significado que el de un acuerdo favorable a la realización de la OPA.

El significado literal de la expresión «acuerdo de tramitación» en el sentido indicado se ve plenamente confirmado analizando los antecedentes de la norma. Pero es que además esa interpretación literal y esa interpretación conforme a los antecedentes de la norma es también la que se deduce aplicando como criterios interpretativos el lógico y el finalista.

En efecto, es evidente que, por lo expuesto anteriormente en relación con la posición de las juntas sindicales de las bolsas en que el valor objeto de la OPA cotiza, es decir, al tener ésta que designar al agente que actúe como agente del oferente y siendo de aplicación a éste los artículos 95 y 101 del Código de Comercio, y pudiendo derivar de ello responsabilidades y obligaciones para las propias juntas sindicales si la oferta se realiza, es muy lógico que no sólo la junta ante la que se tramita la OPA tenga que mostrarse a favor de su realización, sino todas las demás donde el valor cotice; y desde esta perspectiva se concibe muy bien la facultad, que podríamos calificar de arbitral, concedida al Ministerio de Economía y Hacienda en el supuesto de que alguna de las juntas en donde cotiza el valor, pero ante las que no se ha presentado la OPA (es en este sentido en el que debe, a nuestro juicio, interpretarse la expresión juntas sindicales competentes), no haya mostrado su conformidad con el acuerdo de tramitación, es decir, de realización de la OPA, pretendido por la junta sindical ante la que se presentó.

Por el contrario, en el caso de que la junta sindical ante la que se tramita la OPA desee denegarla, no se justifica para nada la intervención de las restantes juntas de las bolsas donde el valor cotice, pues no van a poder surgir las obligaciones y responsabilidades que se acaban de señalar para el supuesto de realización. Es más, el propio Real Decreto, en su artículo 9.°, al igual que el anterior, sólo ofrece a las juntas sindicales donde cotice el valor, pero que no tramitan la OPA, la posibilidad de pedir garantías adicionales, una vez que aquélla ante la que se tramita haya quedado satisfecha. Basta para ello ver el texto del citado precepto, que a continuación transcribimos.

> «Artículo 9.° Los promotores de una oferta pública de adquisición deberán constituir las garantías de solvencia necesarias para la ejecución de su propuesta ya sea en efectivo, fondos públicos, títulos valores o aval bancario, *a satisfacción de la Junta Sindical ante la que se promovió la oferta*, prestando las *adicionales* que exigiesen las demás Juntas Sindicales, *en su caso*».

Sin los antecedentes que hemos citado, especialmente sin conocer el dictamen del Consejo de Estado del año 1980, una lectura del artículo 10, especialmente del R.D. de 1980, podría originar confusión y llevar a entender que, en el supuesto de que una OPA se hiciera sobre títulos cotizados en varias bolsas, tanto para admitir como para denegar, se requería una posición unánime de todas las juntas sindicales donde el valor cotizase. En relación con dicho precepto del R.D. de 1980, en un primer momento también incurrimos en esa confusión, pero, una vez estudiado el tema detenidamente y contando con los antecedentes, la cuestión no ofrece para nosotros ninguna duda.

Creemos que el hecho de que, en las opiniones expuestas sobre esta materia en el libro *La OPA del Banco de Bilbao,* no se hayan tenido en cuenta esos antecedentes, ni se haya examinado la cuestión desde la perspectiva estrictamente bursátil nos exime de hacer un análisis de las mismas, bastando con señalar que con esta perspectiva la forma y el resultado de la interpretación cambian radicalmente.

VII. OTRAS CUESTIONES DE INTERES QUE SE SUSCITAN EN LAS DISTINTAS FASES DEL DESARROLLO DE UNA OPA

1. Introducción

A continuación vamos a tratar de hacer una enumeración de las distintas cuestiones en que la normativa vigente puede suscitar problemas de interpretación. En relación con alguna de ellas nos extenderemos más, por entender que su importancia es mayor, en otras nos limitaremos a su enunciado. Con esta finalidad, entendemos que es más conveniente seguir, en el enunciado de las cuestiones polémicas, el mismo orden en que suelen presentarse en la práctica al formular una OPA.

Hay, no obstante, una serie de cuestiones previas vinculadas al ámbito de aplicación de la normativa. Algunas de ellas ya han sido tratadas anteriormente, ahora conviene simplemente hacer referencia a dos cuestiones que pueden suscitar dudas interpretativas. La primera de ellas es si cabe considerar como OPA, a todos los efectos del R.D., una oferta pública y general mediante la que su autor no pretenda adquirir una participación significativa, sino que, siendo su pretensión más limitada, voluntariamente advierta su deseo de someterse a la normativa del R.D. (artículo 1.°).

Las adquisiciones sucesivas en Bolsa con las que se obtenga una participación significativa ¿deben o no considerarse como un supuesto de fraude legal?

Yendo ya al desarrollo de la OPA, comenzaremos por la fase previa a la presentación.

2. Cuestiones que se suscitan en la fase previa a la presentación

A) *La suspensión cautelar de la cotización*

El tratamiento de esta materia por el Real Decreto de 1984 contiene cambios importantes en relación con el Real Decreto de 1980. Mientras en éste la suspensión cautelar parecía casi obligatoria para la junta sindical que recibiera noticia fidedigna de la posibilidad de una OPA, exigiéndose a quien pretendiera formular una OPA comunicarlo a cualquiera de las juntas sindicales «en el momento mismo en que inicie las primeras gestiones para llevar a efecto tal operación» (artículo 7.° en relación con el 5.°), en el Real Decreto vigente se ha querido hacer desaparecer ese *cuasi* automatismo entre comunicación de la posibilidad de una OPA y suspensión de la cotización. Con este fin, se han introducido en los artículos 5.° y 7.° de la norma vigente una serie de matizaciones para evitar esa sensación de automatismo. En este sentido, en el artículo 5.° se habla de la posibilidad de la suspensión cautelar si las circunstancias del caso lo aconsejaban, cosa que no se hacía en el artículo 5.° de la disposición precedente. Por otra parte, en el párrafo 2.° del artículo 7.° se introduce, al mencionar la obligación de la junta sindical que ha tenido noticia de la existencia de una oferta de informar a las restantes y notificar *en su caso* la suspensión cautelar... la expresión «en su caso», que no se contenía anteriormente. Asimismo, en la norma vigente no se exige que desde el momento en que se inicien las primeras gestiones encaminadas a una OPA se informe a las juntas sindicales. Simplemente se señala la obligación de comunicar a las juntas sindicales de las bolsas donde el valor cotiza que se pretende realizar una OPA (artículo 7.°1).

Ahora bien, no queda tan claro a partir de qué momento queda posibilitada la adopción de una medida de suspensión cautelar.

En efecto, antes, en el R.D. de 1980, artículos 5.° y 7.°, la suspensión cautelar se podía adoptar tan pronto se tuviese noticia de la existencia de una OPA; ahora, también artículos 5.° y 7.°, tan pronto se tenga noticia fidedigna de la realización o tan pronto se reciba comunicación u obtenga información de su existencia. Haber utilizado en el artículo 5.° la palabra «realización» no parece que haya contribuido a aclarar el problema relativo al momento y circunstancias que facultaban a una junta sindical para acordar una suspensión cautelar específica de la OPA. Si la expresión «existencia de la oferta» podía suscitar la idea de que la oferta ya se hubiera formulado, previos los trámites de aprobación, la expresión «realización de la oferta» todavía refuerza más esa línea; téngase en cuenta que el artículo 11 comienza diciendo: «Acordada la realización...». Cabría entonces pensar que la suspensión cautelar iría desde el acuerdo de realización hasta el anuncio público de la OPA. Ahora bien, como éste ha de hacerse en los cinco días hábiles después del acuerdo de realización y la suspensión cautelar puede durar hasta quince sesiones de Bolsa, se ve que ya hay algo que formalmente no encaja.

Por otra parte, parece lógico pensar que lo que se quiere evitar mediante la suspensión cautelar es la negociación en los títulos, principalmente de la afectada, en aquellos supuestos en que ya la junta sindical conoce la existencia de preparativos para una OPA o incluso que ésta le ha sido formalmente presentada y que una u otra circunstancia comienzan a ser conocidas por el mercado. Hay, por tanto, aquí una zona oscura que convendría, con ocasión de una reforma, aclarar.

Otras cuestiones que se suscitan en relación con la suspensión cautelar son, entre otras, las siguientes: relación entre suspensión cautelar y deber de secreto del artículo 12 y, en conexión con ella, si es lícito que en el acuerdo de suspensión y en el aviso del mismo al público se mencione el nombre del potencial oferente. En relación con lo anterior, surgen otras cuestiones como la relativa a la conveniencia de un anuncio de suspensión cautelar específica para la OPA, máxime teniendo en cuenta el régimen de las ofertas competidoras simultáneas, y en el fondo de todas ellas late la cuestión de cuál es la relación entre el régimen general de suspensión de la cotización contenido en el artículo 52 del Reglamento de Bolsas y el de los artículos 5.° y 7.° del R.D. sobre OPA.

No deben olvidarse las limitaciones que contiene la suspensión cautelar en materia de OPA, y en este sentido conviene tener en cuenta que la suspensión previa a la OPA del Banco de Bilbao se hizo al amparo del artículo 52 del Reglamento de Bolsas.

B) *El deber de secreto hasta la publicación de la OPA*

Surgen en torno a esta cuestión, regulada en el artículo 12, múltiples problemas que por sí solos constituirían materia suficiente para un trabajo completo, por ello nos limitaremos a enunciar algunos de los problemas que hemos podido detectar en la práctica, además del relativo a la relación con la suspensión cautelar.

Otros problemas son el de si el contenido de este deber consiste simplemente en callar lo que se sabe, y no adquirir en el mercado títulos que vayan a ser objeto de la OPA, o la obligación va más allá.

Si este deber se infringe por quien vaya a formular una OPA anunciándolo públicamente antes incluso de presentar el escrito de solicitud.

Si la inspección del cumplimiento, por los servicios correspondientes del Ministerio de Economía y Hacienda, del contenido de este deber de secreto ha sido o no eficaz.

3. En fase de presentación

Pueden surgir problemas de relación entre la necesidad de guardar secreto y la norma que impone que haya de acreditarse haber obtenido las autorizaciones administrativas correspondientes, contenida en el artículo 8.° *(e)*, obligación que sirve para reiterar que se está concibiendo la OPA como una operación en la que la única condición posible es la relativa a la obtención de un mínimo de títulos.

4. En fase de publicación

En relación con el artículo 11, puede suceder que la oferente y la afectada tengan su domicilio en la misma población y que en ella no exista más que un diario, y entonces se plantee el problema de cómo cumplir con la publicación en tres periódicos en la forma que exige el artículo 11.

Otra cuestión que ha suscitado ya polémica es la del alcance que haya de darse a la norma en virtud de la cual «se considerará fecha del contrato, a todos los efectos legales, la del día de la publicación del resultado positivo en el *Boletín Oficial de Cotización* de la Bolsa o Bolsín en que fue presentada». Asimismo tampoco se comprende por qué en las ofertas de canje se permite establecer otra fecha distinta como fecha del contrato y qué límites puede tener la libertad que parece concederse al autor de la OPA en este caso. Tampoco se dice nada de la fecha del contrato en las OPA mixtas.

5. En relación con las ofertas competidoras

Desde una perspectiva de política jurídica, y teniendo en cuenta la laxitud del deber de sigilo hasta el anuncio público de la OPA, además de las dificultades objetivas para su mantenimiento que pudieran existir derivadas de la necesidad de obtener previamente las autorizaciones administrativas correspondientes, podría pensarse si es conveniente mantener el régimen actual, que puede resultar excesivamente gravoso para el oferente inicial.

En relación con las ofertas competidoras sucesivas, surgen varias cuestiones. En primer lugar, la falta de exigencia de una mejora cuando la inicial y la competidora sean de naturaleza diversa. Piénsese que si la inicial es en dinero bastará que en la competidora se pongan como contrapartida unos pocos títulos de cualquier sociedad para no tener que cumplir con las condiciones del artículo 20.

Tampoco queda claro hasta qué momento puede un oferente inicial mejorar su oferta en caso de oferta competidora. Téngase en cuenta que las ofertas competidoras pueden formularse siempre que se puedan anunciar diez días antes de la fecha de cierre de la primitiva (¿no debería haberse fijado el límite en el momento de la presentación de la competidora y no en el del posible anuncio? con el sistema actual, ¿no pueden verse las juntas sindicales obligadas a resolver con excesiva rapidez?). Puede, por tanto, suceder que la oferta competidora se anuncie precisamente el día cincuenta y la oferta inicial tuviera un plazo de vigencia de sesenta. ¿Querría ello decir que, conforme al artículo 22, el oferente primitivo ya no puede mejorar la oferta, salvo que lo haga el mismo día en que se hace el anuncio de la oferta competidora? (anuncio en el sentido del artículo 11).

Finalmente, puede también suscitar algún problema la aplicación del artículo 23, que contiene una prohibición de realizar una nueva OPA sobre los mismos títulos durante un año a quien haya tenido un resultado negativo. Por una parte, una OPA sin límites máximos y mínimos no tendrá nunca resultado negativo. Por otra parte, dada la finalidad de la norma, ¿cabe o no incluir dentro de ella

la OPA no admitida después de su presentación formal?

VIII. CONCLUSION

De cuanto se ha venido exponiendo puede deducirse que el tratamiento actual de la materia, tanto por el enfoque como por el rango de la norma en que se contiene y por su contenido, aunque representa un gran avance respecto a la situación anterior a 1980, puede mejorarse en una norma futura con el rango adecuado, con el debate necesario para englobar el fenómeno en su debida dimensión y cuidando la relación con otras materias, como la reforma del mercado de valores y la legislación de sociedades anónimas, especialmente en el tema de grupos de sociedades.

Entre tanto, lo que no debe nunca olvidarse es el carácter bursátil de la operación si se realiza al amparo del R.D. 279/1984 y la especial posición que, en tal caso, tienen las juntas sindicales de las bolsas en cuanto que deben designar al agente que actúe por cuenta del oferente.

NOTAS

(1) Fue precisamente Sánchez Calero quien primero se ocupó públicamente de esta materia en nuestra doctrina, en una conferencia en Vitoria, luego publicada bajo el título: «Consideraciones generales sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones», separata del *Boletín de la Cámara de Comercio e Industria de Alava* (n.° 137). Al poco tiempo se publicó nuestro trabajo «Consideraciones sobre la nueva reglamentación francesa de las ofertas públicas de compra y cambio de acciones», en *Estudios homenaje a J. Garrigues*, Madrid, 1971, tomo III, págs. 509 y siguientes.

(2) Sobre las OPA realizadas en España hasta 1980, puede verse Zurita, *La oferta pública de adquisición*. cit. pág. 104, n.° 262.

(3) En su momento mostramos una posición crítica en relación con las propuestas de regulación que se hacían en el referido *Informe*, basándonos, en cuanto a la primera propuesta, en el limitado alcance que tendría una reglamentación vinculada al Reglamento de Bolsas, teniendo en cuenta lo dispuesto en el art. 74 del Código de Comercio, extremo sobre el que más adelante volveremos, y respecto a la segunda, por dudar de la eficacia de un código de buena conducta, copia del régimen inglés, en una estructura financiera muy diversa a la de la City de Londres (Zurita: *La oferta...*, cit. págs. 119 y 120).

(4) Vid. *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores*, Madrid, 1978, páginas 133 y 134.

(5) Sobre ambas cuestiones, nos remitimos a nuestros trabajos «Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios» R.D.B.B., 1981, págs. 751 y ss., y «La disciplina spagnola della offerta pubblica di acquisto di valori mobiliari» en *L'informazione Societaria*, Milán, 1982, páginas 1.379 y ss., así como al trabajo de Blanco Campaña «Las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios en el Derecho español», también en *L'informazione...*, cit., págs. 529 y ss. (y a cuanto se dice más adelante en este trabajo).

(6) Pudo verse rápidamente que, como ya tuvimos ocasión de apuntar (en nuestro trabajo «Consideraciones para el estudio del régimen español...», cit. pág. 768), era absurdo establecer un régimen para que la OPA no perjudicara el normal desarrollo del mercado y suprimir durante la OPA el mercado, es decir, suspender la cotización del valor objeto de la OPA durante todo el tiempo que durara ésta, y eso es precisamente lo que establecía el art. 5 del R.D. de 1980. Ello se pudo comprobar con ocasión de las sucesivas OPA realizadas para adquirir las acciones de Electra de Viesgo, sobre la cual volveremos más adelante al tratar del régimen de las ofertas competidoras, cuya inadecuación también quedó evidenciada en esta OPA. La inconveniencia del régimen, excesivamente riguroso y con escaso márgen de libertad para las juntas sindicales, en la cuestión de la suspensión cautelar de la cotización quedó evidenciada con ocasión de un anuncio de haberse iniciado los trámites preparatorios de una OPA sobre las acciones de Urbis, que no llegó a materializarse. La eficacia y el alcance de la normativa quedaron puestos en evidencia en diversos supuestos en que participaciones de control eran transmitidas al márgen del régimen previsto en el R.D., y en más de una ocasión no se utilizó por el adquirente esta vía por tratarse de una oferta que había nacido en los vendedores.

(7) Debemos insistir en que lo que a continuación se va a tratar de hacer es una descripción lo más sintética posible del contenido del R.D., que persigue la finalidad de que las cuestiones concretas que luego se tratan puedan ser más fácilmente situadas en su contexto. Para una descripción más detallada del contenido del Real Decreto, con apreciaciones críticas muy interesantes, puede verse el trabajo de López Antón «Ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios» (algunas consideraciones sobre su régimen legal en Derecho español). R.D.M. 1985, págs. 203 y siguientes.

(8) *Op. cit.* (págs. 106 y ss., especialmente 117 a 120).

(9) *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, tomo I, Valencia, 1981, págs. 403 y 404.

(10) Esa misma opinión se había mantenido ya por Sánchez Calero en el trabajo, ya citado, «Consideraciones...» pág. 21.

(11) Vid Gondra y Sánchez Andrés en *La OPA del Banco de Bilbao*, cit. pág. 132.

(12) A efectos de enfoque de la legislación en materia de OPA, y en especial a la relevancia que deben tener el carácter público, la generalidad y la finalidad perseguida, vease nuestro trabajo ya citado «Consideraciones para el estudio del régimen español...» cit. págs. 760 y siguientes.

(13) No es posible en este momento entrar en toda la problemática de la transmisión de «bloques de control», y en relación con ella nos remitimos a lo que dijimos en *La oferta...*, op. cit., págs. 40 a 90, advirtiendo la originalidad de la reglamentación francesa de la cesión de bloques de control como sustitutiva de la OPA.

(14) A este respecto, es especialmente interesante la jurisprudencia norteamericana sobre el concepto de *tender offer*, sobre la que puede verse Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston, 1983, págs. 577 y ss, y los casos Crown Zellenbach Corp. v. Goldsmith y Hanson Trust PLC v. ML SCM Corp.

(15) En este sentido, véase *La oferta pública...* cit. págs. 213 y ss.

(16) «La oferta del Banco de Bilbao» cit. páginas 157 y 158.

(17) Vid Rubio, *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1974, pág. 370; Broseta, *Manual de Derecho Mercantil*, Madrid 1987, pág. 242 y Vicent Chuliá, *Concentración y uniones de empresas ante el Derecho español*, Madrid, 1971, pág. 385.

(18) *La oferta pública...* cit. pág. 214.

(19) *La OPA del Banco de Bilbao*, cit. página 264.

(20) Zurita: *La oferta pública de adquisición...* cit. págs. 243 y ss.

(21) Vid Zurita: *La oferta pública...* cit. páginas 251 a 258.

(22) *La OPA del Banco de Bilbao*, cit. páginas 99 y siguientes.

(23) *La OPA del Banco de Bilbao*, cit. página 105.

(24) Sobre la peculiaridad del contrato de suscripción en relación con la compraventa y la permuta, nos remitimos a lo dicho en *La oferta pública...* cit. págs. 246 y ss., y en este momento es también conveniente destacar que Wtterwulghe, en un primer momento, mantuvo la opinión de considerar a estas ofertas simplemente como de canje, pasando luego a considerarlas ofertas de contrato de sociedad, como puede verse en la obra y lugar que se acaba de citar, donde se recogen las citas de las obras de este autor.

(25) A este respecto, nos remitimos a lo dicho en *La oferta pública...* cit. págs. 162 y siguientes.

(26) *La OPA del Banco de Bilbao*, cit. página 114.

(27) La OPA del Banco de Bilbao, cit. página 115.

(28) Esteban Velasco, «Organización y contenido del poder de representación en las sociedades de capital », en *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987, pág. 408.

(29) Girón, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, pág. 359.

(30) A este respecto, conviene señalar que el sector de la doctrina al que se refiere Girón es de la doctrina alemana, diciendo expresamente que tal debate no cabe con arreglo a la legislación española, que ha resuelto la cuestión al hacer necesario, en todo caso, el acuerdo de la Junta General de la sociedad absorbente; pero además señala Girón que, aparte de la interpretación literal en favor del acuerdo, está el interés de los acreedores y el interés de los socios, respecto a los cuales señala: «La entrada de nuevos socios cambia sus posiciones de poder» (¿qué habria que decir en el supuesto examinado por los referidos autores, en que al final de la operación proyectada más de la mitad del capital de la oferente podría pasar a manos de la afectada?). Termina Girón advirtiendo que hay que cuidar la utilización de la doctrina alemana porque la Ley en ese país contiene un precepto expreso que autoriza, en ciertos casos concretos, la absorción sin acuerdo de la Junta de la sociedad absorbente, pero, por el contrario, según Girón, en España es la Junta el órgano competente, con carácter exclusivo y excluyente, sin que quepa aceptar como válida una delegación en el órgano administrativo (Girón, *Derecho de Sociedades Anónimas*, cit. páginas 623 y 624).

(31) Concretamente, la pág. 259 de su obra *Take-overs and mergers*. Londres, 1979.

(32) Contenidos en *La OPA del Banco de Bilbao*, cit. págs. 152 y ss. y 183, respectivamente.

(33) La opinión expresada reitera la que mantuvimos en 1980, *La oferta pública de adquisición*, cit. pág. 257. Queremos destacar que esta opinión se citó por el Banco de Bilbao en su escrito de respuesta a la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid de 1 de diciembre de 1987, y se transcribió en determinados medios de comunicación mencionando que su autor pertenecia al equipo jurídico de Banesto (Respecto al escrito del Banco de Bilbao, vid: *La OPA del Banco de Bilbao*, cit. pág. 40), y en relación con la prensa vid.: *Cinco Días* de 5 de diciembre de 1987. Pues bien, el Banco de Bilbao cierra su cita en la página 257, en la palabra «aceptación», y deja de transcribir lo siguiente: «Sin el acuerdo de la Junta no existe un contrato de suscripción válido...».

(34) Véase López Antón: «Ofertas...», cit. página 212.

(35) Vid: *La OPA del Banco de Bilbao*, cit. páginas 137 y ss., en especial 152 a 154.

(36) Vid. Trochu: *La réglamentation de l'offre publique d'achat*, Recueil Dalloz, marzo 1971, página 124-II.

(37) Vid.: *La Opa del Banco de Bilbao*, cit. página 144.

(38) *Revue Economique de la B.N.P.*, enero de 1970, n.° 13, pág. 54, citada por Loyrette: *Les offres publiques d'achat*, Paris, 1971, páginas 80 y 81.

(39) Vid. dictamen emitido por el profesor Sánchez Calero a petición de la Bolsa de Bilbao el 26 de enero de 1971, titulado «Notas sobre el borrador del proyecto de regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición».