

Número de expediente: 1505/2007 (ECONOMÍA Y HACIENDA)

Referencia: 1505/2007

Procedencia: ECONOMÍA Y HACIENDA

Asunto: Proyecto de Real Decreto sobre el régimen de las ofertas públicas de Adquisición de Valores.

Fecha de Aprobación: 26/7/2007

TEXTO DEL DICTAMEN

La Comisión Permanente del Consejo de Estado, en sesión celebrada el día 26 de julio de 2007, emitió, por unanimidad, el siguiente dictamen:

"En cumplimiento de una Orden de V. E. de 9 de julio de 2007, con registro de entrada el día 10 siguiente, el Consejo de Estado ha examinado el expediente relativo al proyecto de Real Decreto sobre el Régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

De antecedentes resulta:

PRIMERO.- Contenido del proyecto

El proyecto sometido a consulta se inicia con un preámbulo que comienza haciendo referencia a la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, que ha dado nueva redacción al artículo 34 y al Capítulo V del Título IV de la citada Ley del Mercado de Valores (artículos 60, 60 bis, 60 ter, 60 quáter y 61), con un doble objetivo: por un lado, introducir las necesarias modificaciones exigidas por la transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, y, por otro, modificar determinados aspectos de la regulación para garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

Según se expone a continuación, es en el marco de los preceptos mencionados donde se encuentran el punto de partida y las habilitaciones necesarias para la adopción de la norma proyectada, que tiene por objeto completar las modificaciones introducidas por la Ley 6/2007, con la intención de profundizar en los dos fines antes apuntados.

Pone de relieve el preámbulo que la trascendencia de los cambios introducidos por la Ley 6/2007 y, por ende, la de los incluidos en el proyecto de Real Decreto justifican la derogación del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y su sustitución por una norma de nueva planta que contenga la regulación exhaustiva de todas las fases de la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada.

Finalmente, el preámbulo realiza un amplio resumen del contenido del Real Decreto.

La norma proyectada consta, además, de una parte dispositiva, integrada por 50 artículos, distribuidos en once capítulos, dos disposiciones adicionales, una disposición transitoria, una disposición derogatoria, cuatro disposiciones finales y un anexo.

El capítulo I (artículos 1 y 2) contiene las normas sobre el ámbito de aplicación que comprende todas las ofertas públicas de adquisición, tanto voluntarias como obligatorias, que se formulan sobre una sociedad cotizada. De conformidad con los criterios previstos en la Ley, se recogen los supuestos de aplicación transfronteriza de la norma, con indicación de los aspectos de la oferta que se regirán por lo dispuesto en el Real Decreto y las cuestiones que se someterán al derecho del país en el que la sociedad tenga su domicilio social.

En el capítulo II (artículos 3 a 9) se recogen las normas específicas aplicables a las ofertas públicas de adquisición obligatorias una vez alcanzado el control de una sociedad, tanto de manera directa como sobrevenida. En caso de producirse los supuestos de hecho que definen dicho control, se deberá lanzar una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital de la sociedad a un precio equitativo. No obstante, esa oferta no será obligatoria en los casos en que la Comisión Nacional del Mercado de Valores otorgue una dispensa o en aquellos otros casos excluidos por la presente norma. También se especifican en este capítulo los supuestos en los que el precio de la oferta puede o debe ajustarse al alza o a la baja.

Por su parte, el capítulo III (artículos 10 a 13) regula otros supuestos de ofertas públicas de adquisición, concretamente, los de exclusión de negociación, reducción de capital mediante adquisición de acciones propias y ofertas voluntarias. De este modo, junto a las ofertas obligatorias en los casos en que se alcanza el control, existen otros dos supuestos de ofertas obligatorias: las ofertas para la exclusión de los valores de cotización y las ofertas en los casos en que una sociedad desea reducir el capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su posterior amortización. Finalmente, se señala también la posibilidad de formular ofertas voluntarias en aquellos casos en los que una persona no ostenta el control de una sociedad y desea adquirir un paquete significativo de acciones apelando a todos los accionistas. Estas ofertas pueden formularse por la totalidad del capital o por una parte del mismo y se rigen, con carácter general, por las mismas normas que las que se aplican a las ofertas obligatorias, con algunas excepciones mencionadas a lo largo del articulado.

A continuación, el proyecto desarrolla los aspectos relativos a la contraprestación y a las garantías ofrecidas en la oferta en el capítulo IV (artículos 14 y 15). La contraprestación por las acciones de la sociedad puede consistir en dinero, en valores

o en una mezcla de ambos. Se recogen algunos supuestos en los que se ha de ofrecer como alternativa una contraprestación en efectivo, a fin de garantizar la adecuada protección de los accionistas y se exige, en todo caso y para asegurar la seriedad de la oferta, que el oferente presente las debidas garantías que demuestren que puede hacer frente a la contraprestación ofrecida en la oferta.

El capítulo V (artículos 16 a 27) regula el procedimiento a seguir en una oferta pública de adquisición, en todas sus fases. Tal procedimiento comienza con el anuncio de la intención (cuando es voluntaria) o de la obligación (en caso contrario) de presentar una oferta pública, que habrá de hacerse tan pronto como se decida lanzar una oferta o tan pronto como se den los supuestos de hecho que exigen la formulación de una oferta obligatoria.

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

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

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

A continuación, el capítulo VI (artículos 28 y 29) desarrolla lo ya dispuesto en la ley en relación con el deber de pasividad obligatorio del consejo de administración de la sociedad afectada y con el régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas. Para el primero de los casos, se enuncian una serie de medidas concretas cuya adopción requiere la previa autorización de la junta general. Se establecen, además, las cautelas necesarias para que la junta general decida con pleno conocimiento sobre las propuestas que se les formulan, aplicables tanto a la obligación de pasividad como a los supuestos de neutralización.

Seguidamente, el capítulo VII (artículos 30 a 33) regula la modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta. Aunque la regla general es que las OPAs son irrevocables, se contemplan los supuestos en los que las ofertas voluntarias podrán someterse al cumplimiento de determinadas condiciones, con indicación de la imposibilidad de condicionar las OPAs obligatorias, salvo en los casos de ofertas que puedan implicar la existencia de una operación de concentración económica, en los que, con determinados requisitos, podrá condicionarse tal oferta a la obtención de la autorización o a la no oposición de las autoridades competentes. Al margen de ello, se admite que las ofertas obligatorias incluyan la posibilidad de desistimiento cuando al final de todo el procedimiento de ofertas competidoras siga existiendo una oferta no sometida a condiciones que mejore la oferta obligatoria. Existe, además, una cláusula general para el desistimiento de cualquier oferta referida a la existencia de circunstancias excepcionales que impidan su realización.

Por otro lado, el proyecto reconoce al oferente la posibilidad de mejorar la oferta inicialmente presentada y hace referencia a las repercusiones sobre la oferta derivadas de que el oferente adquiriera durante el procedimiento de la oferta acciones de la sociedad afectada fuera de ese procedimiento. El objetivo de estas medidas es permitir cierto margen de actuación al oferente sin que los accionistas se vean perjudicados.

La oferta pública concluye con el período de aceptación, el cómputo de las aceptaciones recibidas y la liquidación de la misma, regulados en el capítulo VIII (artículos 34 a 39).

El capítulo IX (artículos 40 a 46), por su parte, se centra en el procedimiento aplicable a las ofertas competidoras, esto es, aquellas que se formulan sobre una sociedad sobre la que previamente se ha formulado otra oferta y cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado.

En el capítulo X (artículos 47 y 48) se desarrolla el procedimiento aplicable a la novedosa figura en nuestro ordenamiento de las compraventas forzosas, definidas en la ley.

Por último, el proyecto concluye con una breve mención al régimen de supervisión, inspección y sanción aplicable a lo regulado en el mismo, recogido en el capítulo XI (artículos 49 y 50).

La disposición adicional primera, bajo la rúbrica "Oferta obligatoria para determinados aumentos en la participación en una sociedad cotizada", desarrolla lo dispuesto en la disposición adicional única de la Ley 6/2007, de 12 de abril, precisando que, en los casos en ella previstos, se exige la formulación de una oferta pública de adquisición de valores de acuerdo con lo establecido en el Capítulo II del Real Decreto.

La disposición adicional segunda, se refiere a la "Publicación del calendario de días de negociación". En ella se establece que "a los efectos del cómputo de los días hábiles bursátiles, la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará anualmente en su página web, el calendario de días de negociación vigente en los mercados secundarios oficiales".

La disposición transitoria única ("Régimen transitorio para determinadas ofertas públicas de adquisición") precisa que el Real Decreto es de aplicación a las ofertas presentadas ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) que no estuvieran autorizadas antes de la entrada en vigor de la Ley 6/2007 y contempla, además, el supuesto especial de las ofertas autorizadas antes de la entrada en vigor de la citada ley cuando, con posterioridad a su entrada en vigor, se aprueben otras ofertas competidoras. En tal caso, se permite que la CNMV adapte las autorizaciones anteriores al nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores.

La disposición derogatoria única ("Derogaciones normativas") establece que quedan derogados el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, así como cuantas normas de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en el presente real decreto.

En cuanto a las disposiciones finales, la primera, bajo la rúbrica "Incorporación de derecho de la Unión Europea", dispone que "mediante este real decreto se culmina la incorporación al Derecho español (de) la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición".

La segunda se refiere a los "Títulos competenciales" y precisa que los títulos competenciales a cuyo amparo se dicta la norma son los previstos en los números 6, 11 y 13 del artículo 149.1 de la Constitución.

La disposición final tercera ("Habilitación normativa") establece que "se habilita al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV, a dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo, ejecución y cumplimiento de lo previsto en este real decreto".

Por último, la disposición final cuarta, preceptúa, en relación con la "Entrada en vigor", que "el presente real decreto entrará en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado".

Tal y como ya se ha señalado, el proyecto consta de un anexo, en el que se regula el contenido del folleto.

SEGUNDO.- Contenido del expediente

Al proyecto definitivo de Real Decreto, de 6 de julio de 2007, se acompaña el expediente instruido con ocasión de su elaboración, en el que constan, además de las sucesivas versiones del proyecto, la preceptiva memoria, en la que se exponen los objetivos de la regulación de las ofertas públicas de adquisición (en adelante, OPAs), los antecedentes normativos en la materia y el contenido del proyecto. Su último apartado, bajo la rúbrica "memoria económica e informe sobre impacto de género", se limita a señalar que la norma proyectada no implica un aumento del gasto público o una disminución de ingresos públicos y que de la misma no se deriva ninguna consecuencia discriminatoria por razón del género.

Han intervenido en la tramitación del expediente la Dirección General del Tesoro y Política Financiera -que únicamente pone de manifiesto que el proyecto ha sido remitido a la CNMV para informe de su Comité Consultivo y que el texto del proyecto se encontraba disponible en su página web desde el 20 de abril de 2007-, la Dirección General de Tributos, que no formuló observación alguna, la Secretaría de Estado de Hacienda y Presupuestos y la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales.

Ha emitido su preceptivo informe la Secretaría General Técnica del Ministerio de Economía y Hacienda y consta, además, la aprobación previa del Ministro de Administraciones Públicas, de acuerdo con el artículo 67.4 de la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado.

Asimismo, ha informado el proyecto la CNMV (informes de 25 de mayo y 2 de julio de 2007, de la Dirección General de Mercados de la CNMV, e informe de 25 de mayo de 2007, de su Comité Consultivo).

Se ha dado audiencia a los sectores afectados. En particular, han formulado alegaciones el Banco de España, la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), la Asociación Española de Banca (AEB), la Fundación de Estudios Financieros (FEF), Bolsas y Mercados Españoles (BME), Uría y Menéndez, Ashurst, Iberdrola, don Luis Fernández del Pozo (registrador de la propiedad y mercantil), y el Consejo de Consumidores y Usuarios. Emitieron informe sin realizar observaciones la Asociación Empresarial del Seguro, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (Inverco), la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC), la Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito (ASNEF) y la Asociación Española de Factoring (AEF).

Algunas de las observaciones formuladas han sido incorporadas a la versión definitiva del proyecto de Real Decreto sometido a consulta.

Finalmente, se incluye en el expediente una tabla en la que se precisa cómo se verifica la transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, con indicación de los artículos concretos en que se lleva a cabo.

En tal estado de tramitación, el expediente fue remitido al Consejo de Estado para dictamen.

Estando el expediente en este Consejo, solicitó audiencia la AEB, que ha presentado sus alegaciones en escrito con registro de entrada el día 12 de julio de 2007. En dicho escrito se reproducen algunas de las observaciones formuladas anteriormente.

I.- Objeto y competencia

El expediente remitido se refiere a un proyecto de Real Decreto sobre el Régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

La Comisión Permanente del Consejo de Estado emite el presente dictamen con carácter preceptivo, conforme a lo dispuesto en el artículo 22.3 de la Ley Orgánica 3/1980, de 22 de abril, del Consejo de Estado.

II.- Tramitación del expediente

Por lo que se refiere a la tramitación del proyecto y en el marco de lo dispuesto en el artículo 24 de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno, pueden considerarse atendidas las exigencias básicas de índole procedimental que deben seguirse para preparar, con las necesarias garantías, un texto normativo como el ahora examinado.

Efectivamente, constan en el expediente, y así se recoge en los antecedentes, la versión definitiva del proyecto sometido a consulta y la preceptiva memoria que lo acompaña, en cuyo último apartado se incluyen la memoria económica y el informe sobre impacto por razón de género, así como los informes de los distintos organismos y dependencias administrativas que han intervenido en su elaboración. Asimismo, se ha dado audiencia a las entidades representativas del

sector afectado.

El Consejo de Estado considera, no obstante, objetable que no se haya incluido un informe en el que se examinen las observaciones formuladas y se justifique su incorporación a la norma proyectada o su rechazo.

III.- Habilitación legal y rango de la norma

El Gobierno es el titular de la potestad reglamentaria en los términos establecidos en el artículo 97 de la Constitución. En el presente caso, es preciso tener en cuenta, además, las habilitaciones concretas contenidas en los artículos 34, 60, 60 bis, 60 ter, 60 quáter y 61 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV).

En particular, el artículo 34 ("Exclusión de negociación") remite al desarrollo reglamentario la concreción de los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que pueden determinar que la CNMV excluya de negociación los valores que no alcancen tales requisitos, así como el establecimiento de las condiciones para la fijación del precio y demás requisitos de las ofertas públicas previstas en este artículo.

Por su parte, el artículo 60 ("Oferta pública de adquisición obligatoria") contiene una habilitación para regular por vía reglamentaria otros supuestos de OPA obligatoria, de naturaleza análoga a los previstos legalmente. Asimismo, se remiten a desarrollo reglamentario la concreción de los términos en que las normas del Capítulo V del Título IV de la LMV se aplicarán a las sociedades que tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español, así como la determinación del plazo de referencia para la fijación del precio equitativo y de otros extremos en relación con esta materia (apartado 1).

En su segundo apartado, este precepto delega en el reglamento la concreción de la forma de designación de los consejeros a los efectos de toma de control de una sociedad y los términos en que la CNMV dispensará condicionalmente de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida.

Finalmente, el apartado 5 dispone lo siguiente:

"5. Reglamentariamente se establecerán:

a) Los valores a los que habrá de dirigirse la oferta; b) Las reglas y plazos para el cómputo del porcentaje de votos que brinda el control de una sociedad, tomando en consideración las participaciones directas e indirectas, así como los convenios, acuerdos o situaciones de control conjunto; c) La persona que estará obligada a presentar la oferta pública de adquisición en los supuestos de pactos parasociales y situaciones de control sobrevenido en los que exista obligación de presentarla; d) Los términos en que la oferta será irrevocable o en que podrá someterse a condición o ser modificada; e) Las garantías exigibles según que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente; f) La modalidad de control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en general, el procedimiento de las ofertas públicas de adquisición; g) El régimen de las posibles ofertas competidoras; h) Las reglas de prorrateo; i) Las operaciones exceptuadas de este régimen; j) El precio equitativo, las formas de contraprestación y las excepciones, en su caso, aplicables; k) La información que habrá de hacerse pública antes de la presentación de una oferta, una vez adoptada la decisión de presentarla, en el transcurso de la misma y una vez finalizada; l) El plazo en que deberá presentarse una oferta pública de adquisición desde su anuncio público; m) Las reglas sobre la caducidad de las ofertas; n) Las reglas aplicables a la publicación de los resultados de las ofertas; o) La información que habrá de suministrarse por los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores, así como el procedimiento aplicable a dicha obligación, ello sin perjuicio de lo establecido en la legislación laboral, y p) los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria".

A continuación, el artículo 60 bis ("Obligaciones de los órganos de administración y dirección") remite a desarrollo reglamentario el establecimiento del plazo y de los términos en que los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada. Igualmente se delega en el reglamento la regulación de los plazos y términos en que el órgano de administración de la sociedad afectada deberá publicar un informe detallado sobre la oferta.

El artículo 60 ter ("Medidas de neutralización opcionales") contiene en su segundo apartado una habilitación para regular reglamentariamente los términos y plazos en que la CNMV deberá hacer pública la decisión de las sociedades afectadas de aplicar las medidas de neutralización previstas en este precepto y permite, en su apartado 5, que se establezcan por vía reglamentaria "los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria para el desarrollo de lo dispuesto en este artículo".

Seguidamente, el artículo 60 quáter ("Compraventas forzosas"), en su segundo apartado, delega en el reglamento la determinación del procedimiento y los requisitos aplicables a la compraventa forzosa a que se refiere el apartado anterior.

Por último, el artículo 61 ("Ofertas públicas de adquisición voluntarias") habilita al reglamento para regular las condiciones en que las OPAs voluntarias podrán realizarse por un número de valores inferior al total.

En definitiva, se trata de una habilitación legal sumamente amplia y suficiente para dictar la norma proyectada, cuyo rango -real decreto- es el adecuado, habida cuenta, además, de que se trata de una norma que deroga y sustituye al real decreto vigente.

IV.- El nuevo marco normativo de las OPAs: la Directiva 2004/25/CE y la Ley 6/2007

A) La Directiva 2004/25/CE de 21 de abril, relativa a las ofertas públicas de adquisición de valores

La Directiva 2004/25/CE de 21 de abril, relativa a las ofertas públicas de adquisición de valores, es el resultado de un largo

proceso orientado a la armonización europea de las OPAs.

Ahora bien, tal objetivo ha quedado en cierta medida frustrado, ya que la Directiva deja a los Estados miembros un amplio margen de decisión en relación con algunas de las cuestiones de mayor trascendencia del nuevo sistema de OPAs, permitiéndoles optar por el régimen que estimen más conveniente. En definitiva, se trata de una Directiva de escaso contenido armonizador.

La finalidad primordial de la Directiva es la tutela de los accionistas minoritarios (Considerandos nº 1 y nº 2), que se manifiesta de forma especialmente patente en el principio de tratamiento igualitario, recogido en el artículo 3.1.a) y supone que todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deben recibir un trato equivalente. Esta preocupación por la protección de los accionistas minoritarios se refleja también en otras disposiciones, como son, concretamente, las relativas a la OPA obligatoria, total, a posteriori y a precio intervenido, las que restringen la posibilidad de que los administradores adopten medidas defensivas contra las ofertas de adquisición y las que regulan las compraventas forzosas. Estos son, sin duda, los ejes fundamentales en torno a los cuales gira el régimen de OPAs articulado por la Directiva 2004/25/CE y que conviene analizar brevemente.

A.1) OPA obligatoria, total, a posteriori y a precio intervenido

La Directiva establece como principal mecanismo de tratamiento paritario de todos los accionistas de una sociedad la obligatoriedad del lanzamiento de una OPA por el 100 por 100 del capital de una sociedad, en las condiciones por ella establecidas, cuando una persona o entidad adquiera el control de la misma mediante la adquisición de un porcentaje de derechos de voto a determinar por cada Estado miembro. La oferta se debe dirigir a todos los titulares de valores y se realizará a un precio equitativo.

La exigencia de regular las denominadas OPAs obligatorias responde a dos razones: la conveniencia de fomentar la existencia de un mercado comunitario de control eficiente que garantice que las sociedades son gestionadas por aquellos con mayor capacidad para generar valor para los accionistas y, lo que es más importante, la necesidad de proteger los intereses de los accionistas minoritarios para que puedan disfrutar de la plusvalía que el traspaso del control de la sociedad genera sobre el precio de mercado. En este sentido, no cabe duda de que la OPA obligatoria representa un importante mecanismo de salida para los accionistas minoritarios, pues les proporciona una adecuada protección frente a las tomas de control, ya se efectúen a través de compras de paquetes de control, ya se articulen a través de ofertas parciales de adquisición.

Ello explica que la Directiva haya optado por un sistema de OPA obligatoria -esto es, un sistema en el que el cambio de control de una sociedad debe hacerse necesariamente mediante el procedimiento de OPA-, cuyo presupuesto básico es considerar que, cuando existe un cambio de control en una sociedad cotizada, los accionistas deben tener el derecho de vender sus acciones al mismo precio al que se haya verificado la operación de toma del control de la sociedad afectada. Y esta posibilidad debe reconocerse a todos los accionistas y por la totalidad de sus valores (es decir, debe ser general y total), quedando excluida la posibilidad de lanzar, en caso de cambio de control, OPAs parciales. Conviene precisar que la Directiva únicamente establece la obligación de lanzar la OPA cuando se adquieren valores con derecho de voto, si bien permite que los Estados miembros puedan establecer que la obligación se extienda a los valores que tienen derecho de voto sólo en determinadas circunstancias o, incluso, a las acciones sin voto (Considerando nº 11). Esta es, sin duda, una de las cuestiones más relevantes, en la medida en que la toma de control se identifica con la adquisición de un porcentaje de derechos de voto, de tal suerte que ya no se vincula la obligatoriedad de la OPA con la adquisición de una participación significativa en el capital social, sino con la adquisición de derechos de voto.

Por otra parte, la Directiva articula un sistema de OPA a posteriori, lo que supone que debe formularse una vez se haya producido la toma de control que constituye el presupuesto para la aplicación de este procedimiento. La Directiva, no obstante, no define el umbral a partir del cual se estima que existe dicho cambio de control, de modo que los Estados miembros tienen la libertad de fijar el umbral de control a efectos de la OPA obligatoria por el 100 por 100 del capital social (artículo 5.3).

Finalmente, la Directiva exige que la oferta se haga a un precio equitativo (artículo 5.1), definido en el artículo 5.4. Como indica la memoria, en un sistema de OPA previa tal previsión es innecesaria, toda vez que la adquisición de la participación significativa se produce precisamente a través de la OPA, de modo que el éxito de la oferta hace presumir que el precio fue justo o equitativo. En un sistema de OPA a posteriori, en cambio, el oferente adquiere primero el control y luego debe formular la OPA sobre el resto del capital. Dado que la protección de los accionistas uno de los objetivos esenciales de la Directiva, parece lógico que haya optado por el precio más alto pagado por el oferente como criterio para fijar el precio de la OPA obligatoria, pues con ello se logra que todos los accionistas, incluidos los minoritarios, tengan derecho a compartir la prima de control.

A.2) Las defensas anti-OPA: deber de pasividad del órgano de administración y neutralización de medidas preventivas

A efectos de facilitar el desarrollo de la OPA, la Directiva consagra en los artículos 9 y 11 dos reglas esenciales, ambas dirigidas a preservar el principio básico de libre decisión de los accionistas sobre las ofertas a ellos dirigidas y sometidas a la norma sobre transparencia prevista en el artículo 10.

- En primer lugar, el artículo 9 introduce la obligación o deber de pasividad del órgano de administración de una sociedad objeto de una OPA, al prohibirle emprender o acometer cualquier medida defensiva que "pueda impedir el éxito de la oferta" (passivity rule), si bien, de conformidad con el principio general de poder de decisión de los accionistas, se permite que, una vez lanzada la OPA y hasta que se haga público su resultado, adopte las medidas defensivas que hayan sido previamente autorizadas por la junta general de accionistas. Por aplicación de esta regla, dicho acuerdo será también necesario para poner en práctica las decisiones adoptadas antes del lanzamiento de la OPA y aún no ejecutadas que no se inscriban en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta (por ejemplo, un aumento de capital).

La única excepción a esta necesidad de autorización es la de la búsqueda de otras ofertas (es decir, la búsqueda de un caballero blanco: "white knight" o "white squire"). Se permite, además, al órgano de administración redactar un informe en el que deberá analizar las repercusiones de la oferta pública de adquisición recibida y podrá exponer su punto de vista y su valoración acerca de la misma.

Junto al ya citado fin de facilitar el desarrollo de la oferta, la regla que impone el deber de pasividad persigue también la ya mencionada finalidad de protección de los accionistas minoritarios, que no pueden quedar privados, como consecuencia de una medida defensiva adoptada por los administradores, de la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta (shareholder decision making).

- En segundo término, el artículo 11 de la Directiva consagra la regla de la neutralización de determinadas medidas que pueden obstaculizar la efectividad de la OPA (es la denominada regla de break through).

Más concretamente, la regla de la neutralización o break through rule impone la inaplicabilidad o pérdida de efectividad de determinadas medidas previstas en la ley, en los estatutos de la sociedad afectada o en acuerdos contractuales que se entiende pueden obstaculizar el éxito de una OPA, bien porque impidan que sean los accionistas a quienes esta se dirige los que puedan decidir sobre su futuro, o bien porque atribuyan a determinados accionistas una posición de preeminencia en ese proceso. Su fundamento se encuentra no en un principio de eficiencia económica, sino en un principio de justicia o, más exactamente, en el principio de proporcionalidad, en virtud del cual se considera que aquel que soporta el riesgo de empresa debe tener capacidad de decisión en la sociedad, de tal forma que, en caso de haber alcanzado un determinado porcentaje del capital de una sociedad, pueda ejercer el control.

De este modo, esta regla cubre cualquier restricción prevista en los estatutos sociales de la sociedad o en acuerdos de accionistas, mediante la neutralización de las restricciones a la transmisibilidad de valores y la de las restricciones al derecho de voto. Con ello, se protege el principio de libre decisión de los accionistas, que podrán vender voluntariamente las acciones a pesar de haber suscrito acuerdos que restrinjan esa posibilidad. Asimismo, se garantiza el principio de proporcionalidad, al cesar las limitaciones de los derechos de voto y someterse a los accionistas de voto múltiple a un régimen estricto de proporcionalidad entre capital y derechos de voto.

Asimismo, se prevé la neutralización de los derechos extraordinarios de los accionistas relativos al nombramiento o revocación de miembros del órgano de administración o dirección contemplados en los estatutos de la sociedad afectada y de las restricciones a la transmisibilidad de valores y al derecho de voto antes citados, que dejarán de surtir efecto cuando, tras una oferta, el oferente posea un 75% o más del capital que confiera derecho de voto. Esta regla implica, además, la asunción del principio "una acción-un voto" (one share-one vote). De este modo, cuando el oferente haya alcanzado el 75% de las acciones de la sociedad, se le otorgan unos poderes extraordinarios para poder convocar una Junta general de accionistas y poder modificar en la misma los estatutos sociales y cambiar la composición del órgano de administración de la sociedad.

La aplicación de la regla de neutralización en cualquiera de las manifestaciones expuestas, en cuanto supone la supresión de derechos, debe dar lugar a una "compensación equitativa" por cualquier pérdida de los mismos.

- El artículo 12 de la Directiva introduce una gran flexibilidad en la aplicación de las mencionadas reglas por los Estados miembros, convirtiéndolas en disposiciones de carácter meramente opcional. Así, por aplicación de este artículo 12, si un Estado miembro decide no aplicar estas reglas a las sociedades cotizadas en él domiciliadas (es lo que se llama opting out del Estado), estas todavía podrán decidir lo contrario, y someterse a ellas por acuerdo de su junta general de accionistas (lo que se denomina opting in de la sociedad); por el contrario, si el Estado decide que dichas reglas sí sean de aplicación a sus sociedades, estas solo podrán evitar el sometimiento a las mismas cuando, en un caso concreto, sean objeto de una OPA por una sociedad que no las aplique (por ejemplo, que cuente con medidas defensivas que no pueden ser objeto de neutralización).

- Las medidas defensivas están sujetas a la norma de transparencia recogida en el artículo 10 de la Directiva, que se traduce en la imposición a todas las sociedades que coticen en mercados regulados de la obligación de elaborar un informe que debe referirse a distintos extremos que pudieran resultar relevantes para un tercero que se propusiera lanzar una OPA. Tal informe, que habrá de incluirse en el informe de gestión de la sociedad, debe presentarse a la Junta General todos los años y ha de ofrecer una imagen fiel sobre los mecanismos de control de la sociedad y sobre las posibles defensas anti-OPA que la sociedad ha previsto.

A.3) Las compraventas forzosas

La Directiva completa la regulación de las OPAs con la previsión de las compras y ventas forzosas de valores (sell-out y squeeze-out) que pueden tener lugar tras una OPA (artículos 15 y 16). Ambas técnicas se configuran como un mecanismo de tutela de la minoría (Considerando nº 24).

En el caso concreto de la venta forzosa, debe tenerse en cuenta, además, que la existencia de una pequeña cantidad de accionistas tras la formulación de una OPA puede suponer para el accionista mayoritario un coste desproporcionado, lo que hace conveniente que el oferente tenga la posibilidad de comprar las participaciones minoritarias que los accionistas estarán obligados a vender. Y ello porque el interés del accionista minoritario "residual" es, en este caso, un interés económico fungible, esto es, que puede ser sustituido por una compensación a un precio equitativo, circunstancia esta a la que se añade la existencia de un interés general en que las sociedades sean gestionadas eficazmente, sin que una minoría pueda obstaculizar su funcionamiento.

Precisamente para evitar que esta situación pueda producirse, la Directiva regula el derecho de venta forzosa a favor del oferente en el artículo 15, exigiendo como presupuesto para poder ejercitar la venta obligatoria que se haya formulado una oferta dirigida a la totalidad del capital con derecho de voto y que se haya alcanzado un determinado umbral del capital con derecho de voto y de los derechos de voto de la sociedad afectada, o un umbral de los derechos de voto afectados por la

oferta. En estos casos, el oferente puede forzar a los accionistas minoritarios a que le vendan los títulos restantes. La Directiva exige que la venta obligatoria se realice a un precio justo y que tal precio adopte la misma forma que la contraprestación de la oferta o se realice en efectivo, permitiendo a los Estados miembros que determinen que el pago en efectivo se ofrezca al menos como alternativa.

De igual forma, en caso de que se alcancen los umbrales referidos, los accionistas minoritarios que sigan en la sociedad por no haber aceptado la oferta pueden exigir al oferente la compra de sus valores a un precio equitativo. La regulación de esta obligación de compra forzosa es muy similar a la del derecho de venta forzosa.

A.4) Otros aspectos del nuevo sistema de OPAs

Junto a las cuestiones expuestas, existen otros aspectos de importancia en la Directiva de OPAs que conviene mencionar de forma sucinta.

En primer lugar, debe destacarse que cada Estado ha de designar una autoridad competente en materia de OPAs y que las distintas autoridades nacionales han de colaborar entre sí (artículo 4).

Asimismo, debe hacerse referencia a las disposiciones que, al igual que el artículo 10 antes citado, tienden a garantizar la transparencia del proceso y la publicidad de la oferta, como son, singularmente, el artículo 6, que regula la información que todo oferente debe facilitar al presentar su oferta, y el artículo 8, que se refiere a la publicidad de que la operación ha de ser objeto.

Finalmente, la Directiva, consciente de la necesidad de que la OPA tenga una duración limitada en el tiempo, prevé en su artículo 7 el establecimiento por parte de los Estados miembros de un plazo máximo para la aceptación de la oferta, que no podrá ser inferior a dos semanas ni superior a diez a partir de la fecha de publicación del folleto de oferta.

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

Como pone de manifiesto la memoria, el modelo anterior a la entrada en vigor de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, incluía una casuística compleja de los supuestos que generan la obligación de presentar una OPA, de difícil interpretación y aplicación, contenía una regulación de la obligación de lanzar OPAs a priori y admitía tanto la existencia de OPAs parciales como la de OPAs totales.

Este sistema cambia sustancialmente con la entrada en vigor de la citada Ley 6/2007, que introduce varias novedades destacables.

En primer lugar, en el sistema hasta ahora vigente (la Ley 6/2007 entrará en vigor, según establece su disposición final cuarta, a los cuatro meses de su publicación en el BOE, que tuvo lugar el 13 de abril de 2007) se contemplan tanto las OPAs obligatorias a priori, que deben formularse cuando una persona tiene la intención de adquirir una participación significativa, como las OPAs a posteriori, esto es, aquellas que deben lanzarse cuando la persona ya ha adquirido esa participación. En ambos casos, el criterio determinante de la obligatoriedad de acudir al procedimiento de oferta pública de adquisición de valores lo constituye el concepto de "participación significativa", entendida como toda aquella que represente porcentajes iguales o superiores al 25 y al 50 por 100 del capital de la sociedad afectada, así como aquellas que, representando un porcentaje inferior, reúnan determinados requisitos establecidos en el Real Decreto 1967/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (artículo 1.2 del citado real decreto, en relación con los apartados 5 y 6 del mismo precepto).

En el sistema de la Ley 6/2007, que trae causa de la Directiva 2004/25/CE, la obligación de presentar una OPA se desencadena únicamente tras haberse alcanzado un determinado porcentaje de derechos de voto. Por lo tanto, las OPAs obligatorias sólo serán a posteriori, lo que no excluye que puedan formularse OPAs a priori con carácter voluntario, para los casos en que no se dé ninguno de los presupuestos que determinan la obligación de OPA a posteriori.

La existencia de OPAs a posteriori obliga a definir el concepto de "precio equitativo" al que ha de lanzarse la OPA, pues, tal y como subraya la memoria, sin esa definición, la obligación de lanzar una OPA al alcanzar el control de una sociedad se desvirtuaría, al poder el accionista de control ofrecer un precio por el resto de las acciones que no incluyera el sobreprecio que satisfizo para alcanzar ese control.

Por otro lado, frente a cuanto sucede en la normativa aún vigente, que contiene la obligación de presentar una OPA por el 10 por 100 del capital de una sociedad cuando se daban determinados supuestos (por ejemplo, la adquisición de una participación en el capital de la sociedad entre el 25 y el 50 por 100), la Ley 6/2007 sólo regula las OPAs por el 100 por 100 del capital, lo que determina que las OPAs por un porcentaje inferior del capital de una sociedad cotizada sean meramente voluntarias.

En este orden de ideas, debe destacarse también la simplificación de los supuestos que dan origen a la obligación de lanzar una OPA por el 100 por 100. Dicha obligación surge cuando se haya alcanzado un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100 del total de derechos de voto de una sociedad cotizada o cuando se haya alcanzado una participación inferior y se designe a un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad. El objetivo de esta modificación ha sido, según explica la memoria, "incluir un supuesto claro y de fácil aplicación".

Por lo que se refiere a las obligaciones del Consejo de Administración, la Ley 6/2007 ha optado por incluir la obligación del artículo 9 de la Directiva, exigiendo que cualquier acción que pueda impedir el éxito de una OPA cuente con el voto favorable de una mayoría cualificada en la Junta General. No obstante, se introduce la regla de la reciprocidad, de forma que el Consejo pueda defenderse como crea conveniente sin contar con la autorización de la Junta en caso de que la sociedad que lanza la OPA pueda a su vez aplicar las medidas defensivas sin limitación alguna.

En cuanto a las medidas defensivas contenidas en el artículo 11 de la Directiva, se ha optado por no imponer a las sociedades cotizadas españolas las obligaciones allí contenidas, permitiéndose que cada sociedad tome la decisión que considere oportuna sobre el mantenimiento o la eliminación de los blindajes cuando sea objeto de una OPA. También será la propia sociedad la que decida sobre la aplicación de la regla de reciprocidad. Estas decisiones habrán de ser tomadas por la Junta General tras la entrada en vigor de la Ley y comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La ley introduce por primera vez en el ordenamiento jurídico español la figura de las compraventas forzosas, al objeto de que el accionista mayoritario pueda, tras el lanzamiento de una OPA por el 100 por 100 sobre la sociedad, hacerse con el capital de toda la sociedad para poder decidir en solitario sobre su futuro, exigiendo al resto de los accionistas que le vendan sus acciones. Para garantizar la justicia de la medida se ha de permitir también que el accionista minoritario pueda abandonar la sociedad, obligando al accionista mayoritario a que le compre sus acciones.

Esta posibilidad surge cuando el accionista mayoritario ha presentado previamente una OPA por el 100 por 100 de la sociedad, a la que han acudido el 90 por 100 de los accionistas a los que iba dirigida efectivamente y por la que ha logrado alcanzar al menos el 90 por 100 de los derechos de voto de la sociedad afectada.

Finalmente, se introducen algunas mejoras en el régimen de las OPAs de exclusión. En la regulación actual, la obligación de presentar una OPA en los casos de exclusión de negociación aparece como caso excepcional. En la Ley 6/2007, cuando la solicitud de exclusión se produzca por parte de la sociedad afectada, se exigirá, como regla general, el lanzamiento de una OPA, si bien la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá dispensarla de esta obligación. Se incluyen, además, una serie de medidas que tratan de garantizar la adecuada protección de todos los accionistas cuando se solicita la exclusión de cotización de una sociedad (que la decisión se tome por la Junta General, que exista información adecuada para la toma de la decisión).

El proyecto de Real Decreto sometido a consulta desarrolla estas cuestiones y regula otras que la ley sólo esboza.

V.- Valoración global del proyecto

El Real Decreto proyectado completa la regulación introducida por la Ley 6/2007, con el fin de profundizar en el objetivo de incorporar a nuestro ordenamiento las necesarias modificaciones derivadas de la transposición de la Directiva 2004/25/CE y modificar determinados aspectos del régimen jurídico de las OPAs, tratando de garantizar que estas operaciones se lleven a cabo en un marco legal completo.

En líneas generales, el proyecto remitido en consulta merece a este Consejo un juicio global positivo, sin perjuicio de lo cual deben formularse algunas observaciones, tanto en lo relativo al modo en que se aborda el desarrollo de la Ley del Mercado de Valores como en lo que se refiere a la técnica normativa.

A) Desarrollo de la Ley del Mercado de Valores

Desde la primera de estas perspectivas, ha de tenerse en cuenta que se trata de una norma que desarrolla una ley sumamente amplia y que destaca por la parquedad con que regula muchas de las cuestiones más relevantes en materia de ofertas públicas de adquisición de valores.

En efecto, tal y como se señala en el preámbulo de la citada ley, ésta contempla "el marco general para una regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores", en cuyo seno la ley debe coordinar dos exigencias contrapuestas que concurren, con carácter general, en la regulación del mercado de valores: por un lado, "la necesidad de no congelar en el marco de una Ley muchos aspectos del funcionamiento de los mercados de valores" susceptibles de verse influidos por los importantes cambios que pueden producirse en el entorno financiero nacional e internacional y, de otra parte, "la necesidad de dotar del necesario respaldo legal a muchas actuaciones potenciales de la Administración". De conformidad con estos rasgos esenciales, el propio preámbulo señala que la LMV tiene un cierto carácter de ley marco, susceptible de concreciones diversas en función de las necesidades y problemas que en cada momento se manifiesten, lo que tiene como obligada consecuencia que la ley deba limitarse a regular aquellas materias reservadas a la ley por su propia naturaleza (sobre la base de los condicionantes constitucionales) o por tener que modificar preceptos legales preexistentes, y a introducir los grandes principios de la regulación de los mercados financieros (Dictamen 1504/2007).

Pues bien, dentro de esta amplia y genérica regulación legal se inscribe el proyecto de Real Decreto sometido a consulta, cuya aprobación responde a la necesidad de adaptar la normativa en materia de OPAs al nuevo esquema previsto en la citada ley, que, en gran medida, es a su vez consecuencia del sistema articulado por la Directiva 2004/25/CE. La norma proyectada trata de incorporar, completándolo, este nuevo régimen jurídico.

Ahora bien, llama la atención el hecho de que, en su labor de desarrollo de la ley, el proyecto regule de forma muy detallada algunas cuestiones y, por el contrario, deje otras muchas sin resolver, remitiéndolas, en muchos casos (explícita o implícitamente), a su posterior concreción por la CNMV. Dicha remisión debe entenderse, a juicio del Consejo de Estado, sin perjuicio de la facultad reconocida al Ministro de Economía y Hacienda de dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo, ejecución y cumplimiento de la norma. En este sentido, es notoria la amplitud con que el proyecto confiere a la CNMV potestades discrecionales (por ejemplo, en los artículos 4, 21.5 y 32.6, relativos a la dispensa de la obligación de formular OPA, la autorización de la oferta y la limitación de la actuación del oferente, respectivamente).

Por otra parte y como cuestión íntimamente relacionada con las amplias facultades supervisoras, cuando no verdaderamente normativas, atribuidas a la CNMV, debe valorarse positivamente el hecho de que el proyecto incluya, en muchos de sus preceptos, la obligación que la misma tiene de publicar en su página web sus decisiones y resoluciones. No obstante, sería también conveniente que, en aquellos casos en que el margen de discrecionalidad es más amplio, por no proporcionar el proyecto los criterios orientadores de tales decisiones y resoluciones, la CNMV hiciese públicos los parámetros con arreglo a los cuales va a valorar los distintos supuestos cuyo conocimiento le corresponda. Por lo demás, junto a la publicación en la página web, sería útil mantener al menos alguno de los medios de comunicación de

resoluciones previstos en la normativa aún vigente (notificación directa o publicación en un diario de difusión nacional, entre otros).

Resulta igualmente llamativa la complejidad que en la regulación de algunas materias llega a alcanzar el proyecto. Esta complejidad se ve incrementada, en algunas ocasiones, como consecuencia de la dificultad de tener que trasladar al plano jurídico aspectos de carácter eminentemente económico o financiero (así ocurre, por ejemplo, en el artículo 5, que regula el cómputo de derechos de voto pensando, en varios supuestos, en operaciones o instrumentos financieros, como los futuros o los equity swaps y en las repercusiones que ello puede tener a efectos de que el control de una sociedad se concentre en manos de una o varias personas, entidades o grupos) o cuando se regulan supuestos muy concretos cuya incorporación a la norma responde, probablemente, a la intención de dar solución a algunos de los problemas que, al amparo de la normativa anterior, han quedado sin resolver. Aun cuando esta opción no resulta en sí misma inadecuada, puede resultar un tanto arriesgada, al regular de forma cerrada cuestiones que, en el futuro, pueden dar lugar al planteamiento de nuevos problemas que no puedan resolverse de forma satisfactoria, por no haber sido previstas y por ser la regulación, en algunos casos, excesivamente rígida (tal es el caso, por ejemplo, de los supuestos de designación de consejeros o de tomas de control indirectas o sobrevenidas, regulados, respectivamente, en los artículos 6 y 7).

En suma, el proyecto que se informa regula, de manera aceptable, una materia de indudable trascendencia económica según pautas establecidas, como se ha visto, en la Directiva de OPAs. La ley que se desarrolla optó por una muy amplia remisión a la potestad reglamentaria. Esta misma amplitud en la delegación lleva a este Consejo a no plantear en la conclusión del dictamen ninguna objeción esencial de legalidad, si bien, como se verá, algunas de las observaciones que se formulan encierran materialmente problemas de legalidad, cuya trascendencia puede medirse en los mismos términos empleados en las correspondientes observaciones o consideraciones.

La principal crítica que, fuera de las dudas de legalidad mencionada, podría dirigirse al proyecto es la de un excesivo casuismo, que hace compleja y a veces oscura una regulación demasiado pegada a circunstancias concretas recientes, que velan o menguan la claridad deseable de los principios básicos inspiradores. De otro lado resulta a veces poco justificado, como se ha dicho, deferir la resolución última de determinadas materias a potestades discrecionales de la CNMV, sin acotar algo los elementos reglados para el ejercicio adecuado de la discrecionalidad

Con todo, es de elogiar en el proyecto la tramitación cuidada, con muy amplia participación de entidades y organismos que han formulado alegaciones. Hubiera sido deseable, sin embargo, algún tipo de explicación escrita en el expediente de las razones que llevaron a estimar algunas alegaciones y desestimar otras, así como un más amplio periodo de tiempo de reflexión a este Consejo de Estado para emitir este dictamen, que se ha visto limitado por la urgente necesidad, que se comparte, de acercar en todo lo posible la entrada en vigor del reglamento a la de la ley.

B) Técnica normativa

b.1) La relación del proyecto de Real Decreto con la Ley del Mercado de Valores

El Consejo de Estado ha tenido la oportunidad de pronunciarse acerca de las relaciones que deben existir entre la ley y el reglamento desde la perspectiva de la técnica normativa y así, en el Dictamen 849/2005, de 14 de julio, se señala, a este respecto, lo siguiente:

"Para dilucidar la cuestión planteada, es preciso tener en cuenta lo siguiente: por un lado, hay determinados desarrollos reglamentarios que no requieren que se reproduzca el precepto legal del que traen causa, puesto que éste se limita únicamente a abrir la vía reglamentaria, sin introducir un régimen sustantivo propio que deba tenerse en cuenta; por otro lado, hay veces en que la regulación reglamentaria tiene autonomía propia y su alcance se comprende perfectamente sin necesidad de haber reproducido el tenor literal de la Ley desarrollada; en fin, también es posible que no sea necesario reproducir íntegramente las previsiones legales desarrolladas, sino solamente algunos de sus aspectos; o que, incluso, una reproducción completa de tales previsiones haga del Reglamento una norma excesivamente larga y repetitiva".

Así pues, la solución viene dada caso a caso, de manera que será deseable y conveniente la reproducción de la ley cuando ésta contribuya a una mejor comprensión de la norma y a una más ágil aplicación e interpretación, sin que ello signifique que sea siempre necesario que en la norma reglamentaria se reproduzca el tenor literal de los preceptos legales que se desarrollan; lo que sí es de todo punto imprescindible es que la norma reglamentaria, al igual que cualquier norma, tenga un significado preciso y que sea fácilmente comprensible. De ahí que no quepa pronunciarse tajantemente por una de las dos soluciones anteriormente mencionadas (no reproducir la ley, reproducir siempre los preceptos desarrollados), sino que habrá que examinar cada caso y cada disposición, sin dejar de tenerse en consideración la idea de que el objetivo a alcanzar es que el reglamento sea una norma jurídica en sí misma inteligible, para lo cual no constituye obstáculo alguno el hecho de que deba completarse con la propia ley que desarrolla.

En el presente caso, el proyecto de Reglamento ha optado por reproducir muchas de las previsiones de la LMV que afectan al régimen de las OPAs, si bien omite otras tantas, a fin de evitar reiteraciones innecesarias. Aun cuando, en general, una perfecta comprensión del texto reglamentario obligará a acudir al texto de la ley, aquel resulta un complemento adecuado de ésta, de acuerdo con la técnica que se ha descrito, y sólo en algunos casos concretos sería necesaria una inserción o reproducción de preceptos legales. A algunos de estos casos se hará referencia en el presente dictamen.

b.2) Remisiones

Tal y como ha señalado este Consejo en reiteradas ocasiones, utilizadas con prudencia, las remisiones normativas, tanto internas como externas a la ley pueden facilitar el más exacto entendimiento de los preceptos. Pero traspasado un determinado umbral, no fácil de fijar en abstracto, la profusión de remisiones puede dificultar y hasta impedir una normal intelección de la ley.

De ahí que el Consejo de Estado venga recomendando su reducción hasta lo estrictamente indispensable, prefiriéndose que las remisiones no se hagan puramente a un número determinado de un artículo sino que venga éste acompañado de una

mención conceptual que facilite la comprensión.

El proyecto consultado hace constantes remisiones internas a lo largo de su articulado, lo cual dificulta, en ciertos casos, la comprensión de la norma. Por ello, sería conveniente tratar de limitar el uso de esta técnica a los supuestos en que sea inexcusable o, en su defecto, precisar, de forma resumida, el contenido del precepto al que se hace la remisión.

A título de ejemplo, pueden citarse algunas remisiones que contiene el anteproyecto y que podrían mejorarse o desaparecer.

En primer lugar, cabe mencionar el artículo 3.1.c) que, al regular los medios a través de los cuales puede alcanzarse el control de una sociedad cotizada, alude a "los demás supuestos establecidos en el artículo 7", remisión esta que podría completarse con la mención de la rúbrica del precepto al que se remite, esto es, "los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas establecidos en el artículo 7".

Un supuesto similar es el del artículo 6, en el que se establecen las reglas de designación de consejeros y que, en su primer párrafo prevé que "a los efectos de la obligación contenida en el artículo 3 se presumirá...". Sería útil precisar que estas reglas se establecen "a los efectos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en los casos en que se alcance el control, contenida en el artículo 3".

VI.- Observaciones al articulado

El proyecto sometido a consulta se ajusta, en líneas generales, a la habilitación legal que desarrolla, sin perjuicio de lo cual se formulan las siguientes observaciones:

a) Preámbulo

De conformidad con lo previsto en las Directrices de técnica normativa, aprobadas por Acuerdo del Consejo de Ministros de 22 de julio de 2005 (regla número 16), la fórmula promulgatoria debe recoger la referencia a la aprobación previa del Ministro de Administraciones Públicas.

b) Artículo 3. Oferta obligatoria cuando se alcanza el control

Este precepto establece en su primer apartado que quedará obligado a formular una OPA por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieren, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad, mediante pactos parasociales con otros titulares de valores, en los términos del artículo 5.1.b), ya como consecuencia de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas del artículo 7.

Tras precisar en el apartado 2 los sujetos a los que deberá dirigirse la oferta, establece en su tercer apartado lo siguiente:

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

Algunas entidades han objetado la regla prevista en este apartado. En particular, se ha alegado que contraviene lo dispuesto en el artículo 60 de la LMV, que obliga a formular la OPA a "quien alcance el control" y no a quien tenga directa o indirectamente el mayor porcentaje, entendiéndose que la obligación de formular la OPA debería imponerse a quien, en virtud del acuerdo o pacto de concertación, pudiera determinar el voto de los demás accionistas concurrentes al acuerdo o pacto parasocial en cuestión.

El Consejo de Estado considera, sin embargo, que la previsión de este precepto no vulnera lo establecido en la Ley del Mercado de Valores, toda vez que uno de los medios de alcanzar el control de una sociedad es, precisamente, la suscripción de un pacto parasocial (artículo 60.1) de los previstos en el artículo 112 LMV, siempre que con ello se alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, o cuando, siendo el porcentaje inferior a dicho umbral, se designe un número de consejeros que, unido en su caso a los que ya se hubieran designado, represente más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad (artículo 60.2). Siendo ello así, es claro que uno de los dos únicos factores que, en los supuestos de toma de control, desencadenan la obligación de lanzar una OPA es el haber alcanzado un determinado porcentaje de derechos de voto. Por consiguiente, lo que podría ser contrario a la LMV sería introducir como criterio para determinar quién es el sujeto obligado una regla no prevista en la ley que, por lo demás, afecta principalmente a las relaciones internas existentes entre todos aquellos que suscriben el pacto o que actúan concertadamente.

Sin perjuicio de lo anterior, lo que sí parece conveniente subrayar es que ese "mayor porcentaje" al que alude este artículo debe entenderse referido a los derechos de voto. Por ello, se recomienda que se complete la redacción actual, precisando que la obligación de formular la oferta recae sobre quien tenga, directa o indirectamente, "el mayor porcentaje de derechos de voto".

Desde una perspectiva distinta, la Asociación Española de Banca ha señalado que el criterio que sigue este artículo 3.3 contradice lo dispuesto en los artículos 31.2.a) y 41.2.b) del proyecto, que establecen la regla de la solidaridad entre el oferente y los terceros que actúen concertadamente con él. Asimismo, sugiere que se recoja como excepción de la obligación de lanzar la OPA el supuesto en que se haya previsto la ruptura del pacto parasocial cuando, como consecuencia del mismo, se rebase el porcentaje del 30 por 100 en los derechos de voto de la sociedad afectada.

Pues bien, en relación con la primera observación formulada, es preciso señalar que los referidos artículos 31.2.a) y 41.2.b) introducen la regla de la solidaridad entre oferente y terceros en dos supuestos muy concretos, como son los de modificación de la OPA inicialmente lanzada y mejora de una oferta competidora, respectivamente. En particular, ambos preceptos admiten que el oferente se asocie o concierte con un tercero, a fin de modificar o mejorar la oferta, siempre que

asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada. Se trata, en definitiva, de una regla especial, prevista para unos supuestos de hecho peculiares (y muy similares el uno al otro) y distintos del que prevé el citado artículo 3.3, sin que existan motivos suficientes para extender esa regla a un supuesto de carácter general, que no presenta identidad de razón con aquellos en que se aplica el criterio de la solidaridad.

Por lo que se refiere a la segunda alegación, no es preciso, a juicio de este Consejo, incluir expresamente en el proyecto la excepción sugerida y ello porque, en caso de que se suscriba un pacto parasocial que incluya una previsión similar a la indicada, la sola aplicación de sus cláusulas dará lugar cuando se supere el porcentaje de derechos de voto que determina la toma de control de una sociedad y, por ende, la obligación de formular una OPA, a la resolución del pacto y, en lógica consecuencia, a la desaparición de ese porcentaje y de la referida obligación de lanzar la OPA.

c) Artículo 4. Participación de control

c.1) Artículo 4.1

En su primer apartado, este artículo dispone lo siguiente:

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

a) alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100; o bien, b) cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la adquisición, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad".

Este apartado desarrolla lo previsto en el artículo 60.2 de la ley, en el que se establece lo siguiente:

"2. A los efectos del presente Capítulo, se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100; o bien, cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad".

Al desarrollar este precepto, lo único que añade el proyecto es la introducción de un límite temporal que ha de tomarse en consideración a efectos de determinar cuándo se adquiere una participación de control en los supuestos en que, no siendo el porcentaje de derechos de voto ostentado igual o superior al 30%, se acabe controlando la sociedad a través del control del consejo de administración, mediante la designación de un número significativo de los miembros del mismo. Tal límite consiste en tener en cuenta, a los referidos efectos, únicamente el número de consejeros que se designe "en los 24 meses siguientes a la adquisición". Una regla similar se recoge en el artículo 3.5.b) del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, pero no debe ignorarse que, según ha quedado expuesto, el sistema previsto en esta norma ha variado sustancialmente, al inscribirse en un marco normativo distinto (constituido por la Directiva 2004/25/CE y por la LMV, en su redacción dada por la Ley 6/2007), en el que ha desaparecido ya el concepto de "participación significativa" como factor determinante para hacer surgir la obligación de lanzar una OPA.

Pues bien, a juicio del Consejo de Estado, el establecimiento de un límite temporal no es, en sí mismo, objetable, en la medida en que puede incrementar la seguridad jurídica y evitar que la "eventualidad" de la obligación de formular una OPA pese indefinidamente sobre quien tiene la posibilidad de designar a los miembros del consejo de administración, impidiendo igualmente que tal obligación pueda hacerse efectiva cuando, tras un largo período de tiempo y como consecuencia de diversas designaciones temporalmente alejadas unas de otras, el número de los designados por un mismo sujeto, entidad o grupo haya superado la mitad del número total de componentes del órgano de administración.

No obstante, este plazo suscita, al menos en los términos en que está actualmente redactado este precepto, varias observaciones.

La primera de ellas se refiere a la dificultad para determinar el dies a quo a partir del cual comienza a computar ese plazo de veinticuatro meses. Cabe pensar, prima facie, que el cómputo del plazo ha de comenzar en el momento en que se produzca la adquisición del "porcentaje inferior" al que alude la letra b) en su primer inciso, en relación con lo dispuesto en la letra a). De ser así, debería aclararse tal extremo, además de precisarse que se trata de un porcentaje "de derechos de voto", pues son las acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto los que, de conformidad con los artículos 60.1.a) de la LMV y 3.1.a) del proyecto, determinan que se alcance el control (previsión esta que trae causa del artículo 5.1 de la Directiva 2004/25/CE). Igualmente sería conveniente introducir también en la letra b) la referencia a la posibilidad de que dicha participación se haya adquirido directa o indirectamente.

No obstante lo anterior y con independencia de que, según se ha indicado, el dies a quo sea aquel en el que se alcance la referida participación o, más exactamente, porcentaje de derechos de voto, quedaría por determinar cómo juega el referido plazo de 24 meses en los supuestos en que se produzcan varias adquisiciones parciales sucesivas, pues no se establece, en tales casos, si el plazo que comienza a correr en el momento en que se adquiere un determinado porcentaje de derechos de voto inferior al 30% se interrumpe el supuesto de que, con posterioridad a dicha adquisición y, en su caso, a la designación de algún miembro del consejo de administración, hubiera otra u otras adquisiciones ulteriores, seguidas igualmente del nombramiento de consejeros, como tampoco se aclara si, en caso de que se produzca tal interrupción del plazo, seguirían teniéndose en cuenta, a efectos de aplicación del artículo 4.1.b), los que hubieran sido nombrados tras la primera adquisición.

Finalmente, parece prudente advertir que la introducción de un plazo de esta naturaleza puede implicar efectos no

deseados, cuando no dar lugar a posibles fraudes directamente dirigidos a eludir la aplicación de esta regla y la obligación de formular OPA, pues bastaría para ello con esperar a que transcurra el citado plazo para designar un número de consejeros que, en sí mismo o unido a los que ya se hubieran designado, otorguen el control del órgano de administración de la sociedad.

En definitiva, se trata de una regla de difícil interpretación que, en su aplicación práctica, puede dar lugar a problemas de diversa índole. Esta circunstancia, unida al hecho de que lo verdaderamente relevante a fin de concretar cuándo la formulación de la OPA es obligatoria es que haya habido una toma de control, con independencia del procedimiento a través del cual se haya alcanzado y del plazo en que se haya verificado, permite sugerir que se valore la posibilidad de suprimir este plazo -máxime si se tiene en cuenta que tal plazo es irrelevante en el caso previsto en la letra a) del precepto comentado-. En caso de mantenerse esta previsión, habría de tomarse en consideración la opción de ampliarlo, a fin de dificultar la posibilidad de fraudes pues, cuanto mayor sea el plazo, más difícil resultará, si se desea adquirir de forma rápida el control de una sociedad, diferir el nombramiento de consejeros más allá de tal límite temporal. Y, en cualquier caso, sería conveniente introducir alguna regla que permita aclarar algunas de las dudas anteriormente apuntadas.

Al margen de estas consideraciones, debe llamarse la atención acerca de la confusión, procedente de la Ley 6/2007 y ahora recogida en este y otros artículos del proyecto, que parece existir entre los conceptos de "participación" y "porcentaje de derechos de voto".

c.2) Artículo 4.2

Según establece el segundo apartado:

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

No obstante, la dispensa se condicionará a que la persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiese sido dispensado o a que éste no designe a más de la mitad de los miembros del consejo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6. Si ello sucediera o si no obtuviera la dispensa, este último estará obligado a formular una oferta pública de adquisición, salvo si, en el plazo de 3 meses enajena el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto que excedan de tales porcentajes.

La dispensa deberá ser solicitada por el interesado. En el plazo de diez días hábiles a contar desde la solicitud, o desde la fecha de registro de los documentos e informaciones que fuesen requeridos, la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará su decisión motivada al interesado y a la sociedad afectada y la hará pública a través de su página web".

Este precepto desarrolla lo previsto en el segundo párrafo del artículo 60.2 de la ley, en virtud del cual:

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

Del tenor literal de este precepto legal, se deduce que la ley remite al reglamento la determinación de las condiciones necesarias para que se otorgue la dispensa de formular la OPA en los casos en que otra persona o entidad tenga un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta. Ello parece sugerir que, establecidas tales condiciones por el reglamento, el cumplimiento de las mismas determina la concesión "automática" de la dispensa.

No es esto, sin embargo, lo que se desprende del proyecto, que parece atribuir a la CNMV la facultad de decidir si, concurriendo tales condiciones (que la persona o entidad que tiene una participación mayor no la reduzca por debajo de la ostentada por el accionista que hubiese sido dispensado o que éste no designe a más de la mitad de los miembros del consejo), se concede o no la dispensa. Esta conclusión se deduce de la frase "si ello sucediera o si no obtuviera la dispensa, este último estará obligado a formular una oferta pública de adquisición", pues tal expresión sugiere que, junto a la ausencia del supuesto de hecho previsto en el primer párrafo (que otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta) o el incumplimiento de alguna de las condiciones, existen otros supuestos en que la dispensa puede ser denegada. Si ello fuera así, se estaría exigiendo para la obtención de la dispensa no sólo el cumplimiento de las condiciones aludidas en el artículo 60.2 LMV y concretadas en este artículo, sino también el de aquellas que la CNMV considere oportuno exigir.

A juicio del Consejo de Estado, las únicas condiciones que el oferente habría de cumplir para ser dispensado son las expresamente reguladas en el reglamento, sin que la actuación de la CNMV pueda extenderse más allá de la mera comprobación de la concurrencia o no, en cada caso concreto, del supuesto de hecho que permite solicitar la dispensa y de las condiciones mencionadas.

A la vista de estas consideraciones, el Consejo de Estado entiende que, para salvar estos problemas, bastaría con modificar la redacción actual del segundo párrafo de este apartado, en el sentido siguiente:

"Si ello sucediera o si no se obtuviera la dispensa por no concurrir el supuesto de hecho mencionado en el párrafo anterior, el interesado estará obligado a formular una oferta pública de adquisición...".

No obstante lo anterior, si se mantuviese en sus actuales términos este precepto, sería conveniente considerar la posibilidad de introducir los criterios con arreglo a los cuales debe decidir la CNMV el otorgamiento o denegación de la dispensa o de remitir su regulación a una orden ministerial aprobada, al amparo de lo dispuesto en la disposición final tercera, por el Ministro de Economía y Hacienda o, al menos, establecer la obligación de la CNMV de hacer públicos los

criterios interpretativos aplicables, con carácter general, en este ámbito, a fin de que puedan ser conocidos de antemano por los interesados.

No es esta, sin embargo, la única posible crítica que merece este apartado. En efecto, varias de las entidades que han intervenido en el trámite de audiencia han formulado diversas objeciones.

En primer lugar, se ha objetado la regla de la enajenación del exceso prevista en este artículo 4.2, en cuya virtud "si ello sucediera o si no obtuviera la dispensa, este último estará obligado a formular una oferta pública de adquisición, salvo si, en el plazo de 3 meses enajena el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto que excedan de tales porcentajes". Y ello porque, en la medida en que el control del 30% de los derechos de voto se puede alcanzar también a través de un pacto parasocial u otros supuestos de naturaleza análoga, la enajenación no es el único supuesto que puede determinar el decaimiento de la obligación de formular una OPA, toda vez que para ello puede bastar con la alteración de los pactos o supuestos que hubieran dado lugar a la obtención de tal porcentaje, en los casos en que dicha alteración desemboque en un porcentaje inferior.

El Consejo de Estado comparte el sentido de esta observación, pues, considera que, a los efectos de este artículo, resulta necesario tener en cuenta, no sólo los supuestos en que se alcanza la participación de control directamente, sino también aquellos en que se haya logrado por otras vías, como, por ejemplo, un pacto parasocial cuya mera ruptura o resolución bastaría para no tener que formular una OPA, sin necesidad de que las sociedades así unidas tengan que enajenar sus valores. Por las razones expuestas, se entiende que el supuesto examinado debería tener su correspondiente reflejo en el precepto comentado.

Por otro lado, se ha estimado conveniente que se articule algún cauce para que, en caso de que el obligado a formular una OPA solicite dispensa, la sociedad afectada pueda formular alegaciones ante la CNMV, criterio que comparte este Consejo de Estado.

d) Artículo 5. Cómputo de los derechos de voto

En su apartado 1.c), este artículo preceptúa que "a efectos del cómputo de los porcentajes de voto señalados en el artículo precedente", se atribuirán a una misma persona los derechos de voto que esa persona pueda ejercer de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por los propietarios o titulares de las acciones en ausencia de instrucciones específicas sobre los mismos.

Se trata de una regla cuya finalidad es evitar que pueda eludirse la obligación de formular una OPA a través de una persona que, a pesar de actuar en virtud de un poder de representación, puede llegar a obrar en su propio interés, al ejercer "de manera libre y duradera" los derechos de voto ajenos. Ahora bien, no en todos los casos en que una persona actúa en representación de otra de forma libre y duradera, hay una intención de ejercer los derechos de voto ajenos en beneficio propio. Por ello, y dado que el precepto comentado no hace distinción alguna, sería prudente moderar o precisar esta regla, contenida en el artículo 5.1.c), rigurosa en exceso, mediante una adecuada acotación de los supuestos en que efectivamente sea necesaria su aplicación. A tal efecto, podría introducirse un último inciso en los siguientes términos:

"... siempre que se deduzca que tales derechos se ejercen con la intención de alcanzar el control de la sociedad afectada".

A este respecto, debe señalarse que, según se ha alegado en el expediente, en el caso de las Instituciones de Inversión Colectiva, la representación corresponde a sociedades gestoras que, en ocasiones, pertenecen a grupos financieros, de modo que, en su opinión, una rígida aplicación de la referida regla del artículo 5.1.c) podría hacer surgir a cargo de la entidad de crédito la obligación de formular OPA por sumar a la cartera del grupo las acciones de las Instituciones de Inversión Colectiva representadas por su sociedad gestora, sin que hubiera sido su intención situarse en una posición de control respecto de la sociedad de que se trate. No obstante, debe advertirse que, en el supuesto apuntado, la regla comentada no sería aplicable, pues la misma está prevista únicamente para atribuir a una persona los derechos de voto de otra, cuando aquella los ejerza en su calidad de representante de ésta. No se aplica, pues, con el fin de imputar a un determinado grupo los derechos que una entidad perteneciente al mismo ejerza en nombre de un tercero al que representa.

Un problema similar es el que plantea el supuesto recogido en el artículo 5.1.d) del proyecto, en virtud del cual se atribuirán a una misma persona "los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta, entendiendo por tal aquel tercero a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones", quedando incluidos, según dispone el segundo párrafo, "los derechos de voto correspondientes a acciones que constituyan el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas cuando tales contratos o permutas cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta".

De conformidad con este precepto, la suscripción de contratos financieros o permutas que tengan a ciertas acciones como subyacentes, se computarán, a efectos de control de tales acciones, cuando cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de las acciones en cuestión. Se equipara esta situación a la de tenencia de acciones a través de persona interpuesta, sobre la base de afirmar que tiene un efecto similar.

Con independencia de que, según han manifestado algunas de las entidades que han formulado alegaciones, pueda considerarse que esta equiparación puede ser un tanto artificial, lo cierto es que en ambos supuestos la finalidad de esta regla es tratar de impedir que se eluda la obligación de formular una OPA mediante la interposición de personas que actúan en nombre propio, pero por cuenta de otra persona, situación que puede producirse, en particular, en los supuestos de contratos y permutas financieras que favorecen la posibilidad de recurrir a la figura conocida como "aparcamiento de acciones", cercana al concepto de autocartera.

Ahora bien, dado que lo que se pretende con estas reglas es atribuir a una misma persona los derechos de voto poseídos

por un tercero interpuesto cuando ello pueda ser relevante a efectos de alcanzar un control en la sociedad afectada que pueda hacer surgir la obligación de formular una OPA, resulta aconsejable acotar de forma más precisa los supuestos de hecho que deben quedar incluidos en este precepto, limitando su aplicación a aquellos supuestos en que, efectivamente, la persona a la que se imputan los derechos de voto del tercero interpuesto o los correspondientes a acciones que constituyan el objeto de contratos financieros o permutas tenga el control sobre los mismos, pues es esto lo que determina que pueda tener un porcentaje de derechos de voto suficiente como para alcanzar el control de la sociedad afectada.

De conformidad con este planteamiento, podría introducirse un último párrafo con una previsión similar a la siguiente:

"Lo establecido en esta letra se aplicará siempre que, a través de dicha persona interpuesta o a través de tales contratos o permutas, se controlen los referidos derechos de voto".

e) Artículo 6. Designación de consejeros

Este precepto enuncia una serie de supuestos en los que, salvo prueba en contrario, se presumirá que el titular de una participación (o, en términos más exactos, de un determinado porcentaje de derechos de voto) ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. Tales supuestos son, en esencia, los mismos que los que actualmente recoge el Real Decreto 1197/1991, en su artículo 3.9, si bien se introduce una novedad en el último párrafo, en virtud del cual:

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

En relación con esta previsión, se ha alegado la improcedencia de apelar a las normas de gobierno corporativo, dado que no son vinculantes y que los conceptos en ellas incluidos son cambiantes y de significación variable en el tiempo. El Consejo de Estado comparte este parecer y, en consecuencia, sugiere que se elimine la referencia a este tipo de reglas. Asimismo, considera recomendable que, tal y como ha sugerido alguna de las entidades que han participado en el trámite de audiencia, se suprima la expresión "en ningún caso" y se configure esta regla como una presunción iuris tantum, aplicable salvo prueba en contrario.

Por lo que se refiere, en particular, a los concretos supuestos de presunción de designación de consejeros por el titular de una participación, el que mayores observaciones ha suscitado ha sido el previsto en la letra c), que presume que dicha designación ha existido:

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

A juicio del Consejo de Estado, esta regla, similar a la contenida en el Real Decreto 1197/1991, es demasiado estricta, pues no excluye de la presunción aquellos casos en los que el voto favorable no responde a una intervención decisiva en los nombramientos a los que se presta el voto afirmativo (esto es, a supuestos de propuesta de nombramiento o de interés en dicho nombramiento), sino que se refiere a una designación que forme parte de un proceso más amplio de renovación del órgano de administración.

Por otra parte, una aplicación rigurosa de esta presunción podría producir un efecto disuasorio en lo que al ejercicio del derecho de voto se refiere, pues, tal y como ha apuntado alguna de las entidades que han participado en el expediente, la mera presunción de que, al haber votado a favor de algún miembro del órgano de administración, se le ha designado (con todos los efectos que ello comporta en materia de obligación de formular una OPA) haría arriesgado ejercitar el derecho de voto, incluso en el caso de que únicamente se ostentase la titularidad de un porcentaje de derechos de voto reducido, pues ello puede conllevar la aplicación de la regla comentada. Únicamente podría evitarse tal aplicación en caso de abstención o de indicación expresa a la junta, con carácter previo a la votación, de que se va a seguir el sentido del voto que acuerde la mayoría.

Por todo ello, este Alto Cuerpo Consultivo considera que debería moderarse el rigor con que está actualmente redactada esta presunción.

f) Artículo 7. Tomas de control indirectas o sobrevenidas

Según establece este artículo en su apartado 1:

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

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

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

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

Lo dispuesto en este apartado será también de aplicación a los accionistas de las sociedades afectadas cuando, como

consecuencia de la fusión o toma de control, alcancen en la sociedad cotizada el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4". Diversas entidades han formulado objeciones a esta regla, muy similar a la recogida en el artículo 3.1 del vigente Real Decreto 1197/1991.

A la vista de algunas de ellas, resulta oportuno precisar cuál es, en sus términos actuales, el alcance de este precepto.

Pues bien, en opinión de este Consejo de Estado, la simple lectura del mismo revela que el proyecto no pretende aplicar esta regla a una fusión entre accionistas de una misma sociedad (supuesto que, tal vez, sí debería quedar recogido, con carácter general, en este artículo). Tampoco se trata de una fusión directa entre dos sociedades de las que al menos una sea cotizada (operación que cuenta con mecanismos propios de protección, establecidos por el derecho societario, que permite a las juntas de ambas sociedades pronunciarse acerca de la fusión). En realidad, se hace referencia a un supuesto "triangular", en el que intervienen tres sociedades: las dos que se fusionan y una tercera, necesariamente cotizada, en la que una de las que se fusionan (o, en su caso, ambas) tiene una participación.

De este modo, lo que establece el artículo 7.1 es que, en caso de que en el supuesto descrito y como consecuencia de la fusión se alcance en esa tercera sociedad un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, habrá que formular OPA.

Aun cuando esta regla es adecuada, no debe ignorarse que la finalidad de este precepto es que se formule una OPA cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada. Por ello estima este Alto Cuerpo Consultivo que sería conveniente introducir en el artículo 8 ("supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control") una referencia a los casos de fusión de sociedades cuyo designio principal no fuese la toma de control de la sociedad cotizada, sino otro de política industrial circunscrito a las sociedades que se fusionan y que pudiera frustrarse por la obligación de lanzar una OPA. En otras palabras, deberían quedar excluidos de la obligación de lanzar una OPA los supuestos en que la toma de control constituye un mero efecto colateral de la operación. Es esta, precisamente, la "ratio" que preside todos los supuestos enunciados en el mencionado artículo 8, en los que, a pesar de alcanzarse el control de una sociedad cotizada, se exime de la referida obligación por existir una finalidad distinta cuya consecución esté debidamente justificada.

Asimismo, deberían excluirse de la citada obligación aquellos casos en los que, como consecuencia de la fusión, uno o varios accionistas adquieran el control de la sociedad resultante sin haber votado en la junta en que se aprobó la fusión o, incluso, habiendo votado en contra.

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

Enumera este precepto los supuestos en que no será obligatoria la formulación de una OPA, entre los que se incluyen las "adquisiciones realizadas a título gratuito siempre que el adquirente no haya adquirido acciones u otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción en los 12 meses anteriores y no medie acuerdo o concierto con el transmitente" (letra e)).

Se trata de un supuesto de exclusión que no estaba previsto en el Real Decreto 1197/1991 y que, sin embargo, encuentra una indudable justificación en el hecho de que, en caso de que la adquisición sea gratuita, no se genera, al no haberse pagado nada a cambio, ninguna plusvalía con ocasión del traspaso de control y, en consecuencia, no surge el derecho de los accionistas minoritarios a compartir la prima de control, puesto que no la hay. No obstante, resulta imprescindible adoptar las precauciones necesarias para garantizar que la adquisición gratuita no esconda un supuesto de adquisición onerosa y una intención deliberada de evitar la obligación de formular una OPA cuando, como consecuencia de tal adquisición, se alcance el control de una sociedad.

En este sentido, parece lógica la precaución de exigir que no exista un previo acuerdo entre transmitente y adquirente, pues tal acuerdo podría estar encubriendo la intención del adquirente de alcanzar el control de una sociedad a través de una adquisición supuestamente gratuita (y ello a pesar de que la prueba de que tal acuerdo ha existido resulta casi diabólica). Algunas de las entidades que han participado en el expediente han planteado las dudas acerca de cuál pueda ser la finalidad perseguida con la exigencia de que no se hayan adquirido acciones u otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción en los 12 meses anteriores, lo que ha llevado a algunas de ellas a proponer su supresión.

A juicio del Consejo de Estado, cabe entender que esta previsión responde a un intento de evitar que pueda eludirse la obligación de formular una OPA en los supuestos en que se produce, mediante varias adquisiciones (una de las cuales, al menos, ha de ser gratuita), una rápida acumulación de acciones u otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción que pueda desembocar en una toma de control de la sociedad afectada.

En cualquier caso, el Consejo de Estado entiende que, al menos con carácter general, deberían quedar excluidas de la necesidad de cumplimiento de los referidos requisitos las adquisiciones gratuitas mortis causa, pues las posibilidades de fraude en un supuesto que no depende de la voluntad de las partes son menores.

h) Artículo 9. Precio equitativo

En el apartado 4 de este artículo se establece que la CNMV "exigirá que la contraprestación de la oferta sea superior a la que resulte de los apartados anteriores o podrá permitir una contraprestación inferior" cuando concorra alguna de las circunstancias que el propio apartado enumera a continuación.

Este precepto desarrolla lo previsto en el quinto párrafo del artículo 60.1 LMV, según el cual la CNMV "podrá modificar" el precio equitativo "en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente".

Del mero contraste entre ambos preceptos resulta claro que el artículo 9.4 del proyecto sustituye lo que parece una facultad por una previsión de carácter imperativo. El Consejo de Estado considera, por ello, que, en sus actuales términos, el proyecto de Real Decreto no se ajusta al tenor literal del precepto inmediatamente citado, sin que se advierta la necesidad de apartarse de la dicción legal.

Tampoco se ajusta estrictamente a lo previsto en el citado artículo de la LMV lo dispuesto en la letra b) de este artículo 9.4 del proyecto, que permite a la CNMV modificar la contraprestación en los casos en que "la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia presentase indicios razonables de manipulación, que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por infracción de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes".

Y ello porque el artículo 60.1 LMV (que trae causa del artículo 5.4 de la Directiva 2004/25/CE), al enunciar algunas de las circunstancias que pueden permitir la modificación del precio, alude, entre otras, al supuesto en que "los precios de los valores en cuestión hayan sido manipulados", sin referencia alguna, pues, a la posibilidad de alterar el precio cuando únicamente haya indicios de que tal manipulación se ha producido, por más que tales indicios hayan motivado la apertura de un procedimiento sancionador.

Es cierto que la ley únicamente aporta, sin ánimo exhaustivo, una serie de criterios orientadores de la actuación de la CNMV, sin que los mismos sean numerus clausus, lo que permite a una norma con rango reglamentario añadir otros supuestos o ampliar los indicados en la ley.

Ahora bien, el margen de actuación del reglamento no puede ser tan amplio que llegue a desnaturalizar lo dispuesto en la ley o que vaya más allá de lo razonable, máxime si se tiene en cuenta que la posibilidad de modificar la contraprestación es excepcional y, en consecuencia, debe quedar limitada a supuestos en los que esta medida esté suficientemente justificada.

De conformidad con este planteamiento, la regla prevista en el artículo 9.4 parece excesivamente amplia pues, allí donde la ley exige la constatación de una determinada conducta (la manipulación de los precios, que, con arreglo a los artículos 99.i) y 100.w) LMV, puede constituir una infracción grave o muy grave), el proyecto únicamente requiere la apreciación de indicios razonables. A juicio del Consejo de Estado, debería reconsiderarse la redacción de este precepto y, a la luz de una adecuada ponderación de los intereses en juego, la posibilidad de exigir que tal manipulación haya quedado constatada mediante una resolución administrativa que ponga fin al procedimiento sancionador incoado al efecto, o, al menos, mediante la apertura de un procedimiento sancionador con un concreto pliego de cargos.

Por lo demás, debe corregirse la redacción del inciso final del último párrafo de este apartado 4, pues en él se hace referencia a "un precio distinto del mencionado en el apartado precedente", siendo así que debe aludirse a "un precio distinto del establecido en los apartados anteriores".

i) Artículo 10. Oferta por exclusión

Este precepto, que desarrolla lo dispuesto en el artículo 34 de la LMV, impone la obligación de formular una OPA en los supuestos en que la sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles y regula en su apartado 5 el informe de valoración de los administradores previsto en el artículo 34.5 LMV, en los siguientes términos:

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

Considera este Consejo de Estado que este precepto debe adecuarse a los términos, más estrictos y precisos, del mencionado artículo 34.5 LMV, que exige que dicho informe "justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido", que, por otra parte, es la regla recogida en el artículo 11.d) del proyecto.

En otro orden de ideas, es preciso advertir que el precepto que constituye la base legal de este artículo 10, esto es, el artículo 34 LMV, cuya redacción actual procede de la modificación operada por la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, puede quedar afectado por la reforma prevista por el anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores, que da una nueva redacción a este artículo 34. Aun cuando en la modificación proyectada, los aspectos de este precepto que pueden afectar al régimen de OPAs se regulan de forma muy similar a la actualmente vigente, debe tenerse en cuenta esta circunstancia a fin de acomodar, en su caso, el proyecto reglamentario a la nueva regulación legal.

j) Artículo 13. Ofertas voluntarias

Se regulan en este artículo las ofertas voluntarias, que podrán sujetarse a las condiciones establecidas en el apartado 2, cuya letra d) establece la posibilidad de que esta clase de ofertas se sujete, además de a las condiciones previstas en las letras anteriores, a "cualquier otra que sea considerada conforme por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y que esté admitida por el Código civil, siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado antes del inicio del plazo de liquidación de la oferta".

A juicio del Consejo de Estado, la remisión genérica al Código Civil debería eliminarse y ser sustituida por una simple referencia a "cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la Comisión Nacional del Mercado de Valores".

Desde otra perspectiva, debe advertirse que en esta letra se hace referencia a la necesidad de que el cumplimiento o incumplimiento de la condición pueda ser verificado antes del inicio del plazo de liquidación de la oferta, plazo al que el artículo 13 no alude en ninguno de los restantes supuestos que prevé, por lo que procede determinar si el mismo es aplicable igualmente a las demás condiciones o si, por el contrario, éstas quedarán sujetas a un plazo distinto, debiendo coordinarse, además, este precepto con lo previsto en el artículo 33.3 del proyecto, a cuyo tenor:

"Las ofertas voluntarias quedarán sin efecto cuando no sean aceptadas por el número mínimo de valores al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos.

Tratándose de otras condiciones impuestas, la oferta quedará sin efecto si al finalizar el plazo de aceptación, las condiciones no se hubieran cumplido, salvo que el oferente hubiese renunciado a su cumplimiento como máximo el día anterior a la finalización del plazo de aceptación...".

k) Artículo 17. Presentación de la oferta

En su primer apartado, este precepto exige que el escrito de solicitud de autorización se acompañe de la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la OPA adoptado por la persona u órgano competente y el folleto explicativo de la oferta y establece, además, que "los demás documentos que resulten necesarios según lo previsto en el artículo 20 podrán presentarse al tiempo de la solicitud o durante los 7 días hábiles siguientes como máximo".

Por otro lado, el artículo 20 del proyecto, dedicado a "Documentación complementaria", prevé en su apartado 1.a) que, además del folleto explicativo de la oferta, debe aportarse "la documentación acreditativa de la decisión o acuerdo de promover la oferta pública de adquisición, adoptado por la persona u órgano competente".

Parece claro que existe una discrepancia entre ambos preceptos, pues el primero de ellos regula la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de lanzar la OPA como documento que, necesariamente, ha de acompañar al escrito de solicitud, mientras que el segundo de los artículos citados lo considera "documentación complementaria", lo que supone que no tendría que presentarse inexcusablemente junto con el escrito de solicitud, sino que podría aportarse en los 7 días hábiles siguientes a su presentación. Ello exige, pues, aclarar la consideración que la referida documentación tiene, a efectos de determinar el plazo con el que el oferente cuenta para aportarla.

A lo anterior hay que añadir que, tal y como ha señalado el Ministerio de Administraciones Públicas, aunque el artículo 17.3 establece que la CNMV "revisará la solicitud de autorización y la documentación presentada y declarará su admisión a trámite", tal declaración de admisión no constituye un acto debido, pues el apartado 4 de este mismo artículo prevé los supuestos de inadmisión a trámite de la solicitud. Por ello se propone añadir, entre comas, la expresión "en su caso" tras la forma verbal "declarará". Igualmente debe advertirse que este apartado no precisa el plazo en que la decisión de admisión o inadmisión a trámite de la CNMV ha de ser publicada y notificada, al menos, al posible oferente, cuestión que, asimismo, debería precisarse para dotar de mayor seguridad jurídica a esta fase de presentación de la oferta.

Por último, podría pensarse que existe una cierta incoherencia entre el artículo 17.3 y el artículo 17.4, en relación con el plazo de admisión o inadmisión a trámite de la solicitud de autorización (tres días hábiles desde que se aporte la documentación complementaria, para lo cual existe un plazo de siete días hábiles desde la presentación de la solicitud) y el de subsanación de las circunstancias que pueden determinar tal inadmisión, que es el del apartado 1 (siete días hábiles desde la presentación de la solicitud).

Con carácter general, en los procedimientos administrativos, existe la posibilidad de que, una vez presentado el escrito inicial, el interesado sea requerido para subsanar los defectos que hubieran sido advertidos por el órgano correspondiente en un determinado plazo, transcurrido el cual, en caso de que tales defectos subsistan, se le tendrá por desistido de su petición (artículo 71 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común). Así pues, el plazo de subsanación se abre previo requerimiento al interesado para que mejore o complete su solicitud. En el precepto comentado del proyecto sometido a consulta, no queda claro si, una vez presentada la solicitud y transcurrido el plazo de 7 días previsto en el apartado 1 para aportar la documentación complementaria, la CNMV puede, en caso de que haya advertido la existencia de defectos subsanables, otorgar un nuevo plazo de 7 días hábiles para la subsanación o si, por el contrario, una vez presentada la solicitud y pasados 7 días (los únicos con los que, sin mediar requerimiento alguno, contaría el interesado para corregir los errores en que hubiera incurrido su solicitud o completarla con la documentación que hubiera omitido y que fuera necesaria), la CNMV resolverá admitir a trámite o inadmitir, por no haberse aportado determinada documentación. Éste parece ser el sentido del precepto, en cuyo caso, no habría realmente oportunidad de subsanación del error no advertido por el interesado, sino que, una vez detectado tal error por la CNMV, ésta resolvería la inadmisión de la solicitud. De ser así, no existiría, en rigor y de conformidad con lo apuntado más arriba, un verdadero plazo de subsanación, al no mediar el previo requerimiento por parte de la CNMV y el reconocimiento de un plazo de subsanación, nuevo y distinto, lo que aconsejaría revisar la redacción de ambos apartados, a fin de reforzar la coherencia interna del proyecto y, en particular, eliminar el término "subsanadas" del apartado 4.

l) Artículo 18. Contenido del folleto

Existe en este precepto una reiteración innecesaria de la posibilidad que se atribuye a la CNMV de exigir al oferente la inclusión en el folleto informativo de la información adicional que se considere precisa, que aparece prevista, bajo redacción muy similar, en los apartados 2 y 6. Parece, pues, oportuno, eliminar una de estas dos previsiones. m) Artículo 21. Autorización de la oferta

Destaca en este precepto la amplitud con que se regulan las potestades de la CNMV de adaptar "cuando sea necesario, el procedimiento, los plazos y los demás requisitos formales aplicables a las ofertas públicas de adquisición que se formulen simultáneamente en un mercado secundario oficial español y en otro mercado de un Estado no perteneciente a la Unión Europea".

Dichas facultades deberían moderarse o, al menos, sujetarse a criterios previamente establecidos y publicados de modo que los operadores de los mercados regulados puedan tener un conocimiento aproximado de la forma en que la CNMV aprecia la necesidad a que se refiere este precepto.

n) Artículo 26. Autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores y por las autoridades de defensa de la competencia

En este precepto se regula la única posibilidad que existe de someter a condición las OPAs obligatorias, al permitirse que,

en caso de que la oferta pueda implicar la existencia de una operación de concentración económica, pueda condicionarse tal oferta a la obtención de la autorización o a la no oposición de las autoridades competentes.

Al margen de ello, el artículo 26 contempla en tres supuestos (letras b), c) y d) del apartado 1) la posibilidad o deber de desistir de la oferta, ya sea porque las autoridades declaren improcedente la operación propuesta, ya sea por haberse exigido que la oferta se sujete a alguna otra condición o por no haber recaído resolución expresa o tácita de las autoridades correspondientes antes de la expiración del plazo de aceptación de la oferta.

En todos estos casos, el oferente "deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de voto por debajo de la participación de control en el plazo de tres meses". Junto a esta previsión, debería incluirse también, de conformidad con lo indicado en el apartado VI.c.2) anterior, la posibilidad de que esa reducción del porcentaje de derechos de voto pueda lograrse, en su caso, mediante la ruptura del pacto parasocial, acuerdo o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal porcentaje.

ñ) Artículo 28. Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo

Este precepto desarrolla las previsiones contenidas en el artículo 60 bis.1 LMV, procedente del artículo 9 de la Directiva 2004/25/CE, que regula, en los términos ya expuestos, el deber de pasividad del órgano de administración de la sociedad afectada.

Según establece el mencionado precepto legal:

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

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

Por su parte, el artículo 28 del proyecto, tras reiterar, con otra redacción, estas previsiones, establece en la letra b) de su tercer apartado que "no quedarán sujetas a la limitación establecida en este artículo: (...) b) las actuaciones u operaciones que, con posterioridad al anuncio de presentación de la oferta, sean autorizadas o confirmadas de forma expresa por la Junta General de accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre".

Se admite aquí la posibilidad de que las medidas defensivas adoptadas con posterioridad al anuncio de presentación de la oferta puedan ejecutarse sin necesidad de esa previa autorización y conservar su eficacia en caso de ser posteriormente confirmadas por la mencionada junta general. Existe, por tanto, una contradicción entre esta previsión reglamentaria y lo dispuesto en la ley, que únicamente admite la posibilidad de confirmación a posteriori cuando se trate de decisiones o actuaciones adoptadas antes del inicio del plazo de anuncio de la oferta (artículo 28.2 del proyecto), sin que quepa extender esta regla, por vía reglamentaria, a un supuesto distinto del contemplado por la ley, que no desea tal extensión, pues, pudiendo haber previsto la posibilidad de confirmación por la junta de las medidas defensivas adoptadas tanto antes como después del plazo de presentación de la oferta, limita dicha posibilidad al supuesto de las decisiones anteriores a tal plazo, exigiendo que las medidas que pretendan adoptarse tras el anuncio de la OPA sean previamente autorizadas por la junta.

En definitiva, podría entenderse que esta previsión puede ir más allá de lo permitido por la ley y constituye una extralimitación respecto de la previsión legal.

A la vista de estas consideraciones, el Consejo de Estado entiende que debe eliminarse la referencia que el artículo 28.3 hace la mencionada posibilidad de confirmación.

o) Artículo 29. Régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición

Este precepto regula las llamadas medidas de neutralización, a las que se aludió con anterioridad.

Debe destacarse, en relación con su contenido, que su cuarto apartado prevé lo siguiente:

"Cuando la sociedad decida aplicar cualquiera de las medidas descritas en el apartado 1, deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados que deberá incluir en los estatutos sociales".

Se desarrolla aquí lo dispuesto en el artículo 60 ter.3 LMV que, no obstante, no incorpora la obligación de incluir en los estatutos sociales la referida compensación adecuada.

Algunas de las entidades que han intervenido en el expediente han objetado que el proyecto no incluya elementos suficientes para definir esa compensación adecuada y que, en cambio, establezca la aludida previsión relativa a los estatutos sociales, sin especificar los extremos que esa inclusión ha de revestir u ofrecer parámetros al respecto.

En línea con estas argumentaciones, el Consejo de Estado entiende que podrían haberse incorporado a la parte dispositiva del proyecto algunas de las menciones que se contienen en el anexo del proyecto (contenido del folleto), el cual, en el

apartado referido a la "contraprestación ofrecida" de su Capítulo II, alude en su letra d) a la "compensación ofrecida a cambio de las medidas de neutralización que puedan resultar ineficaces como consecuencia de lo establecido en el artículo 29 de este real decreto, especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla".

p) Artículo 30. Irrevocabilidad y condiciones de la oferta

En su apartado 2, dispone este precepto que "las ofertas públicas de adquisición obligatorias no podrán estar sometidas a condición alguna, salvo lo dispuesto en el artículo 26 de este real decreto. Por el contrario, las ofertas públicas de adquisición voluntarias podrán estar sometidas a condición con forma a lo dispuesto en el artículo 13".

Debe modificarse este precepto en el sentido de indicar que las ofertas voluntarias podrán someterse a condición no sólo con arreglo a lo dispuesto en el artículo 13, sino también de conformidad con lo establecido en el artículo 26 que, según se deduce del artículo 33, también resulta aplicable.

q) Artículo 48. Procedimiento para las compraventas forzosas

Este artículo dispone en su primer apartado que "el plazo máximo para exigir la venta o compra forzosa será de tres meses a contar desde la fecha de liquidación de la oferta previa", regla que contradice lo previsto en el artículo 15.4 de la Directiva, según el cual "el oferente podrá reclamar la venta forzosa en un plazo de tres meses tras el final del plazo de aceptación de la oferta".

Debe, pues, modificarse el plazo recogido en este precepto, que debe ser el mismo que el establecido en la Directiva.

Por otra parte, este plazo se reitera en el apartado sexto de este artículo, sin que haya razón alguna que justifique tal repetición. Debe, pues, eliminarse el primer inciso del artículo 48.6 del proyecto.

VII.- Otras observaciones

Junto a las consideraciones expuestas, el Consejo de Estado ha advertido ciertos defectos de redacción que resulta aconsejable corregir. Sin ánimo exhaustivo, pueden mencionarse los siguientes:

- El apartado II del preámbulo del proyecto, al tratar del contenido de su capítulo III, señala, en relación con las ofertas voluntarias, que "se trata de aquellos casos en los que una persona no detenta el control de una sociedad...". No se considera correcto el empleo del verbo "detentar", que implica retener y ejercer ilegítimamente algún poder o cargo público. Se sugiere emplear el término "ostenta", por ser el adecuado. - En el artículo 1.3.b) del proyecto, la expresión "al procedimiento" debería sustituirse por "en el procedimiento". - En el artículo 4.1.a) falta el adverbio "cuando" al comienzo de la frase. - Se considera que la forma verbal "será" ha de figurar en plural ("serán") en el apartado b) del artículo 7.1, pues su sujeto son "las reglas de determinación del precio equitativo". En este mismo apartado, se sugiere suprimir la segunda referencia a la oferta. Finalmente, en el segundo párrafo de esta letra b), se consideraría adecuado introducir tras "o bien" el adverbio "cuando", para asegurar el adecuado paralelismo entre los dos supuestos en que, según este apartado, no será obligatoria la formulación de una OPA. - Se sugiere que, en el artículo 17.1, las referencias al folleto explicativo se realicen empleando el artículo determinado "el" y no el indeterminado "un", pues dicho documento posee individualidad propia. - En el tercer apartado del artículo 20, la letra inicial de la palabra "nacional" debe figurar, al igual que el resto de las que integran la denominación oficial de la CNMV, en mayúscula. - El lapso temporal al que se refiere el artículo 22.3 podría completarse con la contracción "al" tras la mención del "día hábil bursátil siguiente". - La palabra "aún" que figura en el segundo inciso del artículo 32.4 no debe llevar tilde. - En el artículo 42.1.c), el punto situado entre el segundo y el tercer inciso ha de sustituirse por una coma, pues constituyen una única frase. - En el artículo 44.1 el artículo "un" no concuerda con la referencia a "treinta días". - Se sugiere suprimir del párrafo segundo del artículo 45.3 una de las dos referencias al "párrafo anterior". Asimismo, se ha advertido una cierta confusión en la redacción del primer párrafo del artículo 45.6, por lo que se recomienda su revisión. - Por lo que se refiere a la disposición final derogatoria única, se sugiere sustituir la expresión "Se deroga" por "Quedan derogados". - Y, por último, no se considera totalmente acertada la utilización, en la disposición final primera ("Incorporación de derecho de la Unión Europea"), de la palabra "culmina", sugiriéndose el empleo de "completa". Además, tras la referencia al "Derecho español" ha de incluirse la preposición "de".

Además, el Consejo de Estado ha advertido diversos defectos de puntuación cuya consideración mejoraría la corrección y calidad final del texto sometido a consulta -artículos 1.3.c), 2, 4.3, 5.2, 5.4, 8.e), 9.2.d), 12.2, 20.2, segundo párrafo, y 29.2.a), apartado (iii), entre otros, y disposición adicional segunda-.

En mérito de lo expuesto, el Consejo de Estado es de dictamen:

Que, una vez consideradas las observaciones formuladas en el cuerpo del presente dictamen, puede V. E. elevar al Consejo de Ministros para su aprobación el proyecto de Real Decreto sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores."

V. E., no obstante, resolverá lo que estime más acertado.

Madrid, 26 de julio de 2007

EL SECRETARIO GENERAL,

EL PRESIDENTE,

EXCMO. SR. VICEPRESIDENTE SEGUNDO DEL GOBIERNO Y MINISTRO DE ECONOMÍA Y HACIENDA