

Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs)

28 de julio de 2021

Actualizado el 28 de julio de 2021. Se ha incorporado la pregunta número 11.

Actualizado el 10 de diciembre de 2018 con dos correcciones en los apartados 1.a) y 1.c)

Las Preguntas y Respuestas que figuran a continuación contienen algunos de los criterios interpretativos del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (RD de OPAs), que la CNMV viene aplicando con ocasión de la supervisión y tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs). El objetivo es ponerlos a disposición de todos los profesionales que intervienen en este tipo de operaciones y del público en general. Estas “Preguntas y respuestas sobre OPAs” inician una serie que la CNMV tiene intención de ir enriqueciendo en el futuro.

En todo caso, la CNMV se reserva la posibilidad de reconsiderar su contenido o apartarse de él con ocasión del ejercicio de sus funciones de supervisión, teniendo en cuenta en particular las circunstancias que concurran en cada caso.

1. ¿Qué criterios sigue la CNMV para determinar qué condiciones son aceptables a los efectos del art. 13.2.d) del RD de OPAs?

Por lo general, la CNMV considera aceptable una condición a efectos de lo previsto en el artículo 13.2.d) del RD de OPAs cuando cumple los siguientes requisitos:

- a) su cumplimiento depende de eventos ajenos a la voluntad del oferente;
- b) está configurada o definida de un modo suficientemente preciso, de manera que resulta factible y simple su verificabilidad;
- c) puede verificarse su cumplimiento o incumplimiento antes del fin del plazo de aceptación de la oferta;
- d) es razonable y proporcionada, de forma que no entra en conflicto con el principio de irrevocabilidad de las ofertas públicas de adquisición (art. 30 del RD de OPAs).

No obstante, cada condición que se pretenda establecer ha de ser analizada caso por caso teniendo en cuenta todas las circunstancias de la oferta.

2. ¿Sería aceptable como condición la obtención por el oferente de financiación para hacer frente a la oferta?

No. La condición consistente en obtener financiación para hacer frente a la oferta no se considera admisible, a la luz de lo previsto en el art. 13.2.d) del RD de OPAs, teniendo en cuenta el principio de irrevocabilidad de la oferta (art. 30), la obligación de aportar un aval o constituir un depósito de efectivo en garantía de la oferta (art. 15.2) y que el RD de

OPAs, al regular el anuncio de la oferta, exige al oferente que se haya asegurado de que puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo (art. 16.1). El hecho de que la obtención de financiación dependa de la voluntad del oferente dificulta asimismo la aceptación de este tipo de condición.

3. ¿Qué requisitos deben cumplirse para concluir que una autorización administrativa está comprendida dentro del ámbito del art. 26.2 RD de OPAs (y, por tanto, debe ser previa necesariamente a la autorización de la CNMV)?

Debe tratarse, en primer lugar, de autorizaciones “requeridas por la oferta” (expresión que utiliza el art. 26.2 del RD de OPAs).

La CNMV entiende, por ejemplo, que cumplirán este requisito las autorizaciones que estén directa y globalmente relacionadas con la actividad principal de la sociedad afectada o aquellas cuya ausencia pudiera afectar a la validez de la transmisión de acciones derivada de la OPA.

Por el contrario, se considera que normalmente no lo cumplirán, por ejemplo, las autorizaciones relativas a la transmisión indirecta, a resultados de la oferta, de activos determinados de los que sean titulares sociedades filiales de la compañía afectada y cuya importancia o volumen no sea significativo comparado con los de la sociedad afectada.

Debe tratarse, en segundo lugar, propiamente de autorizaciones administrativas, en principio de organismos supervisores (expresión que se utiliza en el encabezamiento del art. 26.2 citado), y no de meros consentimientos contractuales o actos equivalentes.

Por otra parte, la CNMV podrá considerar un indicio de que es necesaria autorización previa en los términos del referido art. 26.2 que la compañía afectada haya informado sobre ella en el Informe Anual de Gobierno Corporativo.¹

En relación con la cuestión planteada, ha de tenerse en cuenta que el propio RD de OPAs contempla (capítulo V.b. de su Anexo) la posibilidad de otras autorizaciones que se requieran como consecuencia de la adquisición del control de la compañía objeto de la oferta (distintas de la de competencia y de las previstas en el mencionado art. 26.2) que no hayan sido solicitadas u obtenidas al autorizarse la oferta, al objeto de que el folleto informe sobre los efectos que podría tener su incumplimiento o falta de obtención.

Asimismo, es relevante señalar que la exigencia de autorizaciones previas en los términos previstos en el art. 26.2 del RD de OPAs constituye una excepción al principio de libre transmisibilidad de las acciones de las sociedades cotizadas. Ello, y el principio de derecho comunitario de libertad de movimiento de capitales, aconsejan también una aproximación restrictiva en cuanto al alcance del precepto.

¹ El apartado A.12 del modelo de Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, aprobado en virtud de la Circular 2/2018, de 12 de junio, de la CNMV, dispone que debe indicarse “*si existe cualquier restricción (estatutaria, legislativa o de cualquier índole) a la transmisibilidad de valores y/o cualquier restricción al derecho de voto. En particular, se comunicará la existencia de cualquier tipo de restricciones que puedan dificultar la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado, así como aquellos regímenes de autorización o comunicación previa que, sobre las adquisiciones o transmisiones de instrumentos financieros de la compañía, le sean aplicables por normativa sectorial*”.

4. ¿En qué casos se exige responsabilidad solidaria sobre la oferta con ocasión de su modificación?, ¿es necesario tener la consideración de cooferente?

El art. 31.2 del RD de OPAs contempla la posibilidad de que el oferente se asocie o concierte con terceros para modificar la oferta siempre que el oferente y los terceros con los que se asocie o concierte asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada.

Se considera que la responsabilidad solidaria sobre la oferta prevista en este artículo es exigible a cualquier persona o entidad que alcance un pacto con el oferente con el objetivo de hacer posible o favorecer una modificación de la oferta, o que forme parte de un acuerdo global en el que se prevea la modificación de la oferta, con independencia de que ello determine que la persona o entidad correspondiente deba ser considerada o no como cooferente.

5. ¿Deben agregarse los derechos de voto de los que sea titular un accionista o socio significativo de una entidad a los que ostente dicha entidad en la sociedad afectada?

Conforme al art 5.1.a) del RD de OPAs han de ser atribuidos a una entidad que sea titular de acciones en una sociedad cotizada las acciones que posean los miembros de su órgano de administración salvo prueba en contrario. Con ello se establece una presunción legal *iuris tantum* de concertación.

El RD de OPAs no contiene una previsión similar en relación con los accionistas o socios significativos de una entidad que posea acciones de una sociedad cotizada. No obstante, la CNMV considerará normalmente un indicio relevante de concertación, a efectos de sumar derechos de voto, que los accionistas o socios significativos de una entidad que sea titular de una participación tengan también acciones en la misma sociedad cotizada.

6. ¿Puede liberar el oferente a los administradores de la sociedad afectada del denominado “deber de pasividad” dando su consentimiento a una actuación que en principio estaría prohibida sin autorización de la junta general?

Sin perjuicio de analizar en cada caso todas las circunstancias, la CNMV normalmente considerará fuera del ámbito de la prohibición establecida en el art. 28 del RD de OPAs el caso de que el oferente u oferentes hayan mostrado su conformidad con la realización o adopción por el consejo de administración de la sociedad afectada de alguna actuación o medida en principio prohibida (salvo autorización de la junta) por dicho artículo.

7. ¿Puede ajustarse la contraprestación de una oferta pública de adquisición por reparto de dividendos de la sociedad afectada que no hayan sido anunciados?

El oferente puede ajustar el precio de la oferta descontando los dividendos u otro tipo de remuneraciones que abone la sociedad afectada a sus accionistas antes de la liquidación de la oferta, pero únicamente en el caso de que ello esté adecuadamente previsto en la documentación de la oferta (tanto en el anuncio, en su caso, como en la solicitud de autorización y en el folleto).

Este criterio es aplicable tanto en el supuesto de que los dividendos o remuneraciones hayan sido anunciados por la sociedad con carácter previo a la formulación de la oferta como si lo son con posterioridad.

A falta de previsión en la documentación de la oferta, solo será posible un ajuste, con autorización de la CNMV, tratándose de dividendos extraordinarios o de una remuneración que no siga la política habitual de reparto de dividendos que no se hubieran hecho públicos antes del anuncio de la oferta, en los términos previstos en el art. 33.1 d) del RD de OPAs.

8. ¿Qué entidades pueden otorgar un aval en garantía de una oferta pública de adquisición?

Ha de tratarse, conforme al art. 15 del RD de OPAs, de entidades de crédito, con independencia de que sean españolas, de la Unión Europea o de terceros países, y con independencia, igualmente, de que actúen de modo directo, a través de sucursal, en régimen de libre prestación de servicios o a iniciativa del oferente-cliente. Tratándose de entidades de crédito sin presencia en España al menos mediante sucursal, el avalista deberá designar un representante en España a efectos de notificaciones.

En cualquier caso, en particular en el supuesto de avales de entidades de crédito no radicadas en la Unión Europea, la CNMV podrá exigir requisitos especiales relacionados con la suficiencia y efectividad práctica de la garantía.

Por regla general, la CNMV no aceptará avales otorgados por entidades que formen parte del grupo del oferente.

9. ¿Qué significado tiene el “precio en efectivo equivalente” que debe indicar el oferente en las ofertas de canje de conformidad con el párrafo segundo del art. 14.4 del RD de OPAs?

La CNMV considera que la indicación del precio en efectivo equivalente prevista en el párrafo segundo del art. 14.4 del RD de OPAs responde esencialmente a una finalidad meramente informativa (sin perjuicio de lo que se indica en la respuesta a la siguiente pregunta sobre la exigencia de opinión de experto independiente en relación con la existencia de mejora prevista en los arts. 31.1, 42.1.c) y 45.6.b) del propio RD de OPAs).

10. ¿Con referencia a qué fecha debe valorarse la contraprestación ofrecida en una OPA de canje para determinar si se ha producido una mejora (incluyendo el caso de mejora por una oferta competidora)?, ¿ha de partirse de la cotización de un determinado día o de la cotización media de un período?

Se considera que la fecha de referencia debe ser la de la sesión bursátil anterior al anuncio de la mejora o de la oferta competidora (o, en caso de filtración previa, la de la sesión bursátil anterior al día en que se hubiera producido).

La CNMV normalmente comprobará que el precio o valor de la contraprestación ofrecida por el oferente u oferente competidor es mayor que los dos siguientes:

- el resultante de valorar las acciones ofrecidas en la OPA inicial atendiendo a su cotización en la fecha de referencia mencionada;
- el resultante de valorar las acciones ofrecidas en la OPA atendiendo a su cotización media ponderada durante los tres meses anteriores a dicha fecha de referencia.

Por otra parte, de conformidad con los arts. 31.1, 42.1.c) y 45.6.b) del RD de OPAs, en estos casos si con ocasión de la mejora o en la OPA competidora se ofrece una contraprestación en efectivo cuyo importe excede del precio equivalente en efectivo determinado con arreglo a lo previsto en el art. 14.4 del RD de OPAs, el oferente no

vendrá obligado a aportar una opinión de experto independiente. Sin perjuicio de ello, el precio ofrecido por él deberá suponer siempre una mejora en los términos señalados, aspecto para cuya comprobación la CNMV podrá utilizar cualesquiera de las facultades de que dispone que resulten apropiadas.

11. Como consecuencia de la actual pandemia de COVID-19, resulta actualmente de aplicación a las ofertas públicas de adquisición lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 137 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (TRLMV), al darse las circunstancias previstas en la letra b) del apartado 3 del citado artículo como consecuencia de que los precios de mercado, en general, se han visto afectados por la pandemia.

Concretamente, el artículo 137.2 del TRLMV resulta de aplicación a cualquier opa cuando dentro de los dos años previos a su anuncio concurren dichas circunstancias. A este respecto, ¿cuál es la fecha a partir de la cual debe considerarse que finaliza el período de aplicación del artículo 137.2 del TRLMV como consecuencia de la actual pandemia de COVID-19?

La CNMV ha procedido a analizar los diversos eventos de mercado acaecidos desde el inicio de la pandemia de COVID-19. Del análisis realizado, se observa como en el mes de marzo el mercado experimentó una serie de caídas muy relevantes. Concretamente, la caída del Ibex 35, principal índice bursátil español, en la sesión bursátil del 12/03/20 fue del 14,06% lo que supuso su mayor caída desde su creación.

Teniendo en cuenta que la determinación de la aplicación del artículo 137.2 del TRLMV viene dada por la afectación de los precios de mercado, en general, o de la sociedad afectada en particular por acontecimientos excepcionales, se considera que la fijación de dicho plazo debe hacerse por referencia al momento en el que los precios de cotización del mercado se vieron impactados por la pandemia.

Por tanto, se considera el 12/03/2020 como fecha a partir de la cual concurre el inicio de la circunstancia excepcional que ha dado lugar a la aplicación del artículo 137.2 del TRLMV. Y en consecuencia, salvo que se pusieran de manifiesto nuevos hechos asociados a la pandemia de COVID-19 que pudieran hacer replantearse el criterio que aquí se señala, las opas anunciadas a partir del 12/03/2022 ya no estarán sujetas a lo dispuesto en el citado artículo.