

El Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha adoptado con fecha 8 de septiembre de 2006 la siguiente resolución:

**" ACUERDO DEL CONSEJO DE LA CNMV SOBRE LA SOLICITUD  
PRESENTADA POR CRESA PATRIMONIAL, S.L. EL 7 DE AGOSTO DE 2006  
PARA MEJORAR SU OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES  
DE METROVACESA.**

---

**HECHOS**

**I.-** El día 1 de marzo de 2006 Cresa Patrimonial, S.L. (en adelante, Cresa), sociedad controlada por D. Román Sanahuja Pons, presentó ante esta Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) una oferta pública de adquisición de acciones (en adelante, OPA) de Metrovacesa, S.A. (en adelante, Metrovacesa), que con fecha 11 de mayo de 2006 quedó autorizada por el Consejo de este organismo.

La oferta se dirigió a la adquisición de un número máximo de 20.357.435 acciones, equivalentes al 20% del capital de Metrovacesa, y el precio ofrecido fue de 78,10 euros por acción. La eficacia de la oferta no quedó sometida a ninguna condición.

En la fecha de presentación de la OPA, Cresa ya tenía un 24, 29% del capital de Metrovacesa, capital que, atendiendo al compromiso asumido en el folleto informativo de no transmitir dichas acciones de ninguna forma hasta la finalización de la oferta, quedó consecuentemente inmovilizado.

Por tanto, el oferente podía alcanzar con la OPA una participación máxima del 44, 29% del capital de Metrovacesa.

El Consejo de Administración de Metrovacesa emitió el correspondiente informe sobre la OPA inicial con fecha 19 de mayo de 2006. Dicho Consejo consideró que el precio de la OPA era razonable, si bien el hecho de que la oferta fuera parcial y determinados aspectos de la operación que, en su opinión, generaban incertidumbre reducía su interés.

**II.-** Con fecha 5 de mayo de 2006, los señores Joaquín Rivero Valcarce y Bautista Soler Crespo, a través, respectivamente, de las sociedades Alteco Gestión y Promoción de Marcas, S.L., Unipersonal, y Mag-Import, S.L., íntegramente participadas por ambos, presentaron una OPA sobre Metrovacesa, con carácter de competidora respecto de la oferta inicial presentada por Cresa, y que quedó dirigida a un número máximo de 24.464.666 acciones, equivalentes al 26% de su capital, al precio de 80 euros por acción.

El Sr. Rivero cuenta con una participación del 6,66% del capital de Metrovacesa y el Sr. Soler con un 5,59%, por lo que la OPA les permitiría incrementar dichas participaciones hasta el 38,26 % conjuntamente.

Encontrándose la oferta competidora en fase de tramitación, el plazo de aceptación de la oferta inicial, que finalizaba el pasado 16 de junio de 2006, fue prorrogado hasta la finalización del plazo de la oferta competidora.

**III.** - Con fecha 28 de julio de 2006, el Consejo de la CNMV acordó la aprobación de la oferta competidora presentada por Alteco Gestión y Promoción de Marcas, S.L., Unipersonal, y Mag-Import, S.L. que se describe en el Hecho II.

Con fecha 31 de julio de 2006 el Consejo de Administración de Metrovacesa emitió el informe de la OPA formulada por Alteco Gestión y Promoción de Marcas, S.L. Unipersonal y Mag-Import, S.L., que se incorporó como hecho relevante el 2 de agosto de 2006. En dicho informe el Consejo entiende que la oferta formulada por Alteco Gestión y Promoción de Marcas, S.L. Unipersonal y Mag-Import, S.L. es más favorable que la formulada por Cresa Patrimonial, S.L. al tener un precio más elevado y dirigirse a un mayor número de valores. No obstante, el Consejo de Administración de Metrovacesa señala como hecho desfavorable que se trata de una oferta parcial.

Con fechas 29 y 31 de julio de 2006, los oferentes citados en el párrafo anterior publicaron los oportunos anuncios en los medios a que se refiere el artículo 18 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, RD de OPAs), abriéndose en consecuencia en esa fecha el plazo a que se refiere el artículo 36 del mismo Real Decreto para que Cresa, como oferente inicial, pueda desistir de su oferta y el plazo previsto para la mejora de cualquiera de las dos ofertas en sobre cerrado, según los términos establecidos en el citado precepto.

**IV** .- Con fecha 12 de junio de 2006, Cresa remitió un escrito a la CNMV por el que sometía a consulta una posible mejora de las condiciones de su oferta sobre Metrovacesa.

Cresa proponía en su escrito mejorar el precio y extender su oferta al mismo número de acciones que la oferta competidora, sin que en ningún caso su participación final en el capital social de Metrovacesa llegase a alcanzar el 50%, para lo cual planteaba la venta a término, a un tercero, del 0,29% del capital social de Metrovacesa, de forma que su participación final se situase como máximo en el 49,9%.

El Consejo de la CNMV de 27 de junio, tras analizar la fórmula propuesta, consideró que no podría ser admitida, por no ajustarse a la normativa del Mercado de Valores, y así lo difundió al día siguiente al mercado a través de una comunicación.

El 6 de julio Cresa remitió un nuevo escrito que incluía una nueva fórmula, articulada esta vez mediante la donación del 0,29% del capital social de Metrovacesa. La fórmula en cuestión fue analizada el 28 de julio por el Consejo de la CNMV, que, de nuevo, la entendió no ajustada a Derecho.

El 31 de julio de 2006, el Director General de Mercados e Inversores de la CNMV remitió a los dos oferentes e incorporó a la página web de la CNMV una carta informativa en las que les comunicaba el calendario para la presentación de los sobres que contuvieran la eventual mejora de las ofertas, y los requisitos que, de acuerdo con la normativa vigente, debían cumplir.

El 7 de agosto, poco antes de presentar su propuesta de mejora, Cresa presentó un recurso de alzada contra la citada carta, que el 10 de agosto el Presidente de la CNMV resolvió desestimar, lo que fue comunicado al mercado ese mismo día.

V.- El 7 de agosto Cresa presentó ante esta CNMV mejora de su oferta inicial sobre el capital social de Metrovacesa, para extenderla a un número de acciones igual al de la oferta competidora ya aprobada (26% del capital social) y elevar el precio de la acción a 90 euros. Habida cuenta de que esta propuesta le podría llevar a alcanzar una participación en Metrovacesa superior al 50% de su capital ( $24,29\% + 26\% = 50,29\%$ ), lo que - conforme al artículo 1.6 del RD de OPAs- le obligaría a lanzar una OPA al 100% sobre el capital de Metrovacesa, Cresa sometió a la CNMV dos propuestas de mejora alternativas, denominadas “Fórmula A” y “Fórmula B”. A juicio del Grupo oferente, Cresa no ostentaría en ningún momento más del 50% de las acciones de Metrovacesa con derecho de voto, pues las mejoras propuestas contienen las siguientes singularidades:

#### Fórmula A:

El Grupo Cresa donó con fecha 7 de agosto de 2006 acciones representativas del 0,3% del capital de Metrovacesa a favor de distintas organizaciones, condicionando la donación a que la CNMV acepte la mejora y estableciendo que la transmisión de la propiedad a favor de los donatarios se produzca en unidad de acto con la liquidación de la OPA.

Adicionalmente, otorgó en la misma fecha, con carácter gratuito y a favor de las mismas instituciones donatarias, el usufructo de determinadas participaciones de una sociedad de carácter patrimonial integrada en el Grupo Cresa, por una cuantía correspondiente a los derechos políticos del 5,003% del capital de Metrovacesa. El usufructo se ha sometido a la condición resolutoria de que la CNMV no autorice la mejora y a un término resolutorio de 30 días. Posteriormente, con fecha 4 de Septiembre se ha recibido escrito de D. Román Sanahuja Pons ampliando dicho plazo hasta el quinto día hábil siguiente a la inscripción en el Registro de Anotaciones en Cuenta, a nombre de los donatarios, de las acciones de Metrovacesa, S.A. donadas a favor de los usufructuarios, y, en todo caso, nunca antes del decimoquinto día antes a la liquidación de las OPAs actualmente en curso.

### Fórmula B:

Bajo esta fórmula, la contraprestación ofrecida por Cresa sería la suma de:

- 90 euros en metálico por acción; más
- 1 acción de Metrovacesa por cada 85 acciones transmitidas por un mínimo aceptante, aplicándose ciertas reglas en caso de picos, de forma tal que, para el conjunto de la OPA, Cresa se desprenda en total del 0,3% del capital de Metrovacesa.

## **FUNDAMENTOS DE DERECHO**

### **PRIMERO.-**

Conforme al artículo 36.2 del RD de OPAs, para poder participar en el procedimiento de mejora de ofertas precedentes en sobre cerrado es preciso *“que (cada oferta), teniendo por objeto, al menos, el mismo número de valores que la máxima de las competidoras y siendo la contraprestación ofrecida, al menos, igual a la mejor de ellas, mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas, bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al máximo de las competidoras.”*

Como ha quedado relatado en el Hecho IV de este escrito, en la mejora de oferta presentada, Cresa extiende su OPA a 26.464.666 acciones, equivalentes al 26% del capital de Metrovacesa, igualando por tanto el número de valores a los que se extiende la OPA competidora, y eleva asimismo el precio de 80 euros por acción ofrecido por dicha competidora, al establecerlo en 90 euros, o precio superior.

La mejora, por consiguiente, se ajusta a los requisitos formales establecidos en el citado artículo 36 y sería perfectamente admisible caso de hacer abstracción de otras consideraciones que atañen al supuesto que nos ocupa.

Sin embargo, llegados a este punto, se debe de recordar que:

- 1) La participación de Cresa en el capital social de Metrovacesa según consta en el folleto de la OPA aprobado es de un 24,29% del capital social de Metrovacesa por lo que, de extender su oferta inicial al 26%, podría alcanzar un 50,29% de dicho capital.
- 2) El artículo 1.6 del RD de OPAS obliga a lanzar OPA sobre el 100% del capital de la sociedad afectada cuando se pretenda alcanzar una participación (junto a la que ya se posea) igual o superior al 50% del capital de dicha sociedad.
- 3) Cresa no extiende su oferta inicial al 100% sobre el capital social de Metrovacesa.

Con el fin de que su participación no supere el 50% del capital de Metrovacesa y, en consecuencia, no quedar obligada a lanzar una OPA al 100%, Cresa celebró un contrato de donación de acciones representativas del 0,3% del capital de Metrovacesa, condicionada a que se alcance la liquidación de la oferta, y en el que la transmisión de la propiedad tendrá lugar en unidad de acto con la liquidación de la OPA.

Como a continuación se justificará, tales propuestas no se ajustan a nuestra normativa vigente en materia de OPAs.

## **SEGUNDO.-**

Las OPAs constituyen un procedimiento especial para la adquisición de valores mobiliarios cotizados que nuestro Ordenamiento Jurídico ha diseñado con un desenvolvimiento paralelo a la contratación bursátil ordinaria para aquellos casos en los que el volumen de acciones a adquirir atribuirá una capacidad de influencia relevante, o decisiva, en la toma de decisiones de las compañías cotizadas. Las OPAs han quedado contempladas así en nuestro Derecho como una forma de adquisición de valores mobiliarios diferenciada que, en su configuración y desenvolvimiento, excede ampliamente de la pura oferta ordinaria de los contratos mercantiles y se configura como un procedimiento complejo de adquisición regulado en sus distintos aspectos, sustantivos y procedimentales, por normas y principios jurídicos imperativos, en los que el juego de la autonomía de la voluntad tiene un papel más reducido que en la contratación ordinaria. Las OPAs están integradas no sólo por los elementos típicos de una oferta de compra, cuales son el precio y la cosa a adquirir, sino por otros muchos elementos que vienen exigidos por su normativa específica, no sólo desde la perspectiva contractual, sino también desde la de la información al mercado y a sus diferentes agentes y, en particular, a los accionistas destinatarios de la misma.

Habida cuenta de lo anterior, la fijación de umbrales, porcentajes y plazos muy precisos (además de otros muchos requisitos de carácter formal) que se incluyen en la vigente normativa sobre OPAs, impiden -en especial cuando concurren ofertas competidoras- dejar a la interpretación o voluntad de las partes cuáles hayan de ser las "reglas de juego" que operen en cada caso concreto, y que, por razones obvias de seguridad jurídica, han de ser siempre claras y predecibles: en tanto normas procedimentales, son de orden público y no disponibles.

La deseable seguridad jurídica que debe imperar en materia de OPAs quedaría gravemente menoscabada si los oferentes, llegado el concreto caso que les afecte, pudieran interpretar cuándo un determinado umbral se considera o no superado, o cuándo un específico plazo se entiende o no alcanzado.

El régimen de umbrales previsto en el vigente ordenamiento sobre ofertas públicas de adquisición de valores establece una suerte de porcentajes fijos "erga omnes" que

permiten a cualquiera conocer en todo momento y de forma objetiva en qué supuestos existe obligación de formular una oferta pública de adquisición de valores. La CNMV no puede permitir que durante un procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones las partes implicadas puedan alterar las cantidades o porcentajes respecto de los que se puede calcular con certeza en qué momento y respecto de qué umbral existe la obligación de formular una OPA. Solamente puede permitirse alterar las condiciones iniciales en los supuestos de desistimiento y modificación previstos en el artículo 36 del Real Decreto 1197/1991, sobre régimen de ofertas públicas de adquisición de valores.

Una vez iniciado el complejo y muy formal trámite de lanzamiento de una OPA, y habida cuenta de la repercusión que cualquier modificación en los compromisos asumidos por las partes intervinientes en la misma puede tener respecto del resto de los sujetos interesados, debe de ser obligación primordial de la CNMV, dentro de la genérica de velar por la transparencia de los mercados, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores -art. 13 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), evitar que puedan llegar a producirse modificaciones o cambios de interpretación a lo largo del desarrollo de la ofertas públicas de adquisición.

Así las cosas, el artículo 1.1 del RD de OPAs, que reproduce el artículo 60 de la LMV, delimita la obligación de promover una OPA por la intención de adquirir una participación (*Toda persona física o jurídica que pretenda adquirir...*) que permita, junto con la que ya se posea, alcanzar lo que la norma denomina una “participación significativa” en el capital con derecho a voto de la compañía cotizada. Los apartados siguientes del mismo precepto determinan el volumen de acciones al que la oferta deberá dirigirse en función de la participación significativa que al final del proceso pueda teóricamente alcanzarse, determinada como suma de la participación previa del oferente y el número de acciones que se quiera adquirir.

El momento de efectuar el cómputo de dicha participación significativa, a los efectos de comprobar la posible superación de los umbrales que obligan al lanzamiento de la OPA, sólo puede ser por tanto aquél en que se pretende adquirir las acciones de que se trate. La obligación de promover una OPA viene delimitada por la intención de adquirir una participación significativa junto con la que ya se posea, siendo dicho momento el que se debe de tomar como referencia a la hora de comprobar la posible superación de los distintos umbrales señalados en el RD de OPAs. Pues bien, de la literalidad del artículo 1.1 citado, es claro deducir que ese momento es el de la presentación de la oferta; en ningún caso podría pensarse en otro diferente, pues aparte de la indicada literalidad, que no precisa otro diferente, tal opción desvirtuaría el sistema de umbrales objetivos, fijos e indisponibles que nuestra normativa establece; quedaría a la libre decisión de cada oferente, y en cada momento del procedimiento, la determinación del volumen al que la OPA se dirige por la vía de alterar su participación previa en la sociedad, constituyéndose un escenario de procedimiento que, lejos de ser, como la norma pretende, ordenado y claro, estaría sujeto a unas variaciones en lo que al tamaño de las

diferentes ofertas y los diferentes aspectos conexos se refiere en cada oferta, y consecuentemente en sus competidoras, de imposible articulación.

Por el contrario, la norma ha configurado, y es una de las características básicas del régimen español, un sistema de OPA obligatoria, previa e intencional, que sobre la base de la intención de adquirir en el momento de la presentación de la oferta, surge la obligación legal de formular la OPA como procedimiento complejo de adquisición a través del cual, y a su finalización, se adquirirá la propiedad de la participación accionarial que resulte. Podría darse el caso de que al final no se adquiriese acción alguna, al no aceptar la oferta ninguno de sus destinatarios, circunstancia que en modo alguno habrá alterado la obligación legal de la previa formulación de la oferta, derivada de la previa pretensión de alcanzar un umbral de participación determinado. Por otro lado, la intencionalidad prevista en la norma debe entenderse referida a la mera voluntad de adquirir valores, no a la de alcanzar la participación porcentual accionarial que sea consecuencia objetiva de esa voluntaria adquisición de valores. Así, como se expondrá en más detalle más adelante, aunque el oferente no tenga la intención específica de alcanzar una participación del 50% -e incluso esté dispuesto a aceptar compromisos expresos para evitar que así sea-, basta con que, en el marco del procedimiento de mejoras regulado en el artículo 36, decida libremente ampliar su oferta a más valores para igualar a la mejor oferta competidora y así poder concurrir a la mejora de precios para que, si supera con ello el 50% de participación accionarial, se vea obligado a extender su OPA al 100%.

En el caso analizado, Cresa ostentaba una participación significativa en Metrovacesa del 24,29 % cuando promovió su oferta del 20% sobre dicha compañía. De mejorarla ahora al 26% -como pretende-, situaría su participación significativa, en los términos descritos, en un 50,29%, con la consiguiente necesidad de tener que lanzar una OPA al 100% de su capital social (art. 1.6 del RD de OPAs).

Lo importante es por consiguiente saber si, partiendo de la participación inicial del oferente en la compañía afectada (24,29%) y de la que pudiera adquirir al formular la modificación de su OPA (al menos el 26%), vendría o no obligado a extender su oferta al 100% del capital de Metrovacesa. O lo que es lo mismo: hasta la finalización de la OPA, el oferente tendrá su participación significativa inicial y una expectativa de adquisición sobre el porcentaje de acciones objeto de la oferta. Y si así efectuamos el cómputo, parece claro que Cresa, atendiendo al RD de OPAs, debe extender la OPA a la totalidad del capital de la sociedad afectada.

Los argumentos de Cresa en relación con esta cuestión se centran en reiterar que no tiene intención de adquirir más del 50% del capital de Metrovacesa. Pero lo que más precisamente debería afirmar Cresa es que no tiene voluntad de mantener a futuro una participación superior al 50%. Pues bien, como ya se señaló más arriba, la intencionalidad exigida por la vigente normativa de OPAs debe entenderse referida meramente a la

voluntad de adquirir acciones, y no exige, además, una voluntad adicional y distinta de alcanzar el porcentaje de participación resultante de esa (voluntaria) adquisición de acciones. El supuesto de hecho de la norma contenida en el apartado 1.6 del RD de OPAs es claro: superar potencialmente, con el sistema de cómputo descrito, el 50% del capital con derecho a voto obliga a formular una OPA total, sin matizar este supuesto por ninguna circunstancia de prolongación o mantenimiento en el tiempo.

Es cierto que el RD de OPAs contempla en su artículo 3 algunos supuestos de participaciones significativas alcanzadas de forma indirecta o sobrevenida en los que la norma exime de lanzar una OPA al accionista afectado siempre que, en el plazo máximo de 6 meses desde que pase a ostentar esa participación significativa, enajene o ponga a la venta el exceso de participación sobre los umbrales señalados en el art.1 del Real Decreto. Pero se trata de supuestos excepcionales –que precisamente por ello dieron pie a una previsión normativa específica-, en los que existe una diferencia fundamental con el caso que aquí nos ocupa: ninguno de ellos se refiere a un procedimiento de OPA, ni tampoco tiene como presupuesto una adquisición voluntaria de acciones.

Nótese, además, que cuando el Real Decreto 432/2003 modificó sustancialmente el régimen de las OPAs competidoras y, en especial, estableció para todas las ofertas el régimen de mejora en sobres que ahora regula el artículo 36 del texto vigente –del que dimana la obligación de extender la oferta propia a un número de valores no inferior al máximo de las precedentes-, se abstuvo de añadir al citado artículo 3 un nuevo supuesto de excepción de obligación de OPA al 100% en casos como el que afecta a Cresa, esto es, en aquellos en los que la perspectiva de una eventual participación superior al 50%, aunque no buscada inicialmente, debe aceptarse por el oferente inicial que, tras la presentación de una oferta competidora parcial, desea mejorar el precio de su oferta parcial.

La falta de una excepción normativa para tal supuesto –que Cresa intenta suplir mediante distintas fórmulas (venta o donación de acciones, cesión del usufructo de sus derechos políticos, o entrega de acciones como parte de una retribución mixta) orientadas todas a disminuir por debajo del 50% su potencial derecho de voto en Metrovacesa si su OPA por el 26% prosperara-, permite, en efecto, que una oferta competidora pueda obligar al oferente inicial a extender su OPA al 100% si quiere elevar su precio. Ahora bien, contrariamente a lo que argumenta Cresa, ese resultado no constituye un abuso de derecho por quien formula la oferta competidora, sino que resulta congruente tanto con la letra como con el espíritu del citado Real Decreto 432/2003.

Téngase presente, en efecto, que el citado Real Decreto nació con el deliberado propósito de dificultar la toma efectiva del control de compañías cotizadas sin lanzar una OPA. Como señala expresamente su Exposición de Motivos al fundamentar el nuevo supuesto de OPA por toma de control del Consejo, “se pretende que si se va a controlar realmente la sociedad, sea necesario lanzar una oferta que abarque todo el capital de la sociedad afectada”. Esa observación se refiere directamente al supuesto citado – no al caso aquí

analizado de ofertas competidoras-. Pero refleja bien el espíritu general que animó la reforma de 2003, y permite al intérprete del RD vigente llegar a la conclusión de que servirse de una OPA parcial competidora para forzar al oferente inicial a extender la suya al 100% si quiere mejorar su precio, lejos de constituir un abuso de derecho es una técnica legítima que la reforma de 2003 puso en manos de los minoritarios para dificultar eventuales tomas de control efectivo por un accionista dominante que no fueran acompañadas de una OPA al 100%.

Íntimamente conectado con lo hasta aquí expuesto, y en lógica coherencia con ello, existen diversos preceptos legales que impiden la modificación de la participación inicial del oferente durante el desenvolvimiento del proceso de OPA.

El carácter obligatorio de la OPA constituye a ésta, a partir de su formulación, como el cauce procedimental único y necesario a través del cual debe realizarse la adquisición de las acciones pretendidas: así, la adquisición de acciones por fuera de este cauce, acto que desde la perspectiva de quien quiere incrementar su participación está en línea de perfecta coherencia con la oferta, aparece prohibida por el artículo 23 del RD en algunos casos, y en otros, aun siendo válida la adquisición lleva aparejada verdaderas sanciones civiles, cuales son la elevación del precio de la oferta y la supresión de las condiciones de mínimo de aceptación. Y si puede afirmarse de lo expuesto un principio general prohibitivo de adquisiciones fuera del cauce de la OPA durante el tiempo de su existencia, más claro es la afirmación de este principio en actos que desde la perspectiva de quien está formulando una oferta para incrementar su participación accionarial no pueden sino calificarse de absurdos, incoherentes o ilógicos, cuales son los actos de enajenación o de reducción simultánea de la participación previa.

La inconsistencia absoluta que esa reducción de participación supone con la simultánea tramitación de la oferta hace evidente su inadmisibilidad, toda vez que vulnera todos los principios generales que informan la normativa, sin que ningún intérprete de la norma necesite de mayores argumentos que los lógicos para afirmar su inviabilidad.

Por otro lado, la prohibición de la disminución de la participación accionarial existente en el momento de la presentación de la oferta resulta directamente de los principios generales de irrevocabilidad y no modificabilidad de la oferta que consagra el artículo 21 del RD.

La irrevocabilidad de las ofertas constituye un principio capital en la regulación de las OPAs, consagrado en el artículo 21 del RD de OPAs: *“Las ofertas públicas de adquisición serán irrevocables sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previsto en este real decreto. Sin perjuicio de lo anterior, es admisible someter la eficacia de las ofertas públicas de adquisición a condiciones cuyo cumplimiento implica la adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada.”*.

Como ya se ha afirmado anteriormente la OPA es un proceso complejo que trasciende a la

oferta mercantil ordinaria para incorporar otros muchos elementos e informaciones que, recogidos en el folleto informativo suscrito por la oferente, quedan afectados igualmente por el principio de irrevocabilidad. En el artículo 15 del RD de OPAs se contemplan de hecho los elementos (subjetivos, objetivos y formales) e informaciones que han de recogerse en el folleto informativo y, entre ellos, encontramos el relativo a la participación accionarial con derecho de voto del oferente, directamente ostentada o indirectamente a través de otras personas o entidades concertadas con él. Siendo la regla general la irrevocabilidad y no modificabilidad de la oferta en todos sus extremos, entre los cuales está la participación política del oferente en la compañía opada, y reguladas expresamente las excepciones a este principio en el artículo 22 del mismo RD, a saber, la elevación del precio o la del número de valores a los que se dirija (que en tanto excepciones no pueden ser objeto de interpretación analógica o extensiva), es claro que no cabe la reducción de la participación accionarial con derecho de voto del oferente durante el desenvolvimiento del proceso de OPA: cualquier operación tendente a esa disminución constituiría una clara vulneración del principio de irrevocabilidad citado.

Por parte de CRESA se ha hecho una interpretación del alcance de la excepción al principio de irrevocabilidad de la oferta que constituye la posibilidad de mejorar prevista en el artículo 36 del RD de OPAS poco compatible con la literalidad del precepto: lo que la norma prevé como una novación parcial de los elementos concretos de la oferta, en perfecta coherencia con el artículo 22 del propio RD, cual es la mejora del precio o la elevación del número de valores a que se dirige la oferta, lleva a CRESA a afirmar la posibilidad de formular “una nueva oferta sujeta a nuevas condiciones” en la que sólo deben mantenerse las identidades del oferente, sociedad opada y las dos mejoras reseñadas. En definitiva, lo que supone una excepción concreta al principio general, que es la irrevocabilidad y la imposibilidad de modificación, CRESA lo convierte en la única limitación a un principio general de signo contrario: la omnímoda libertad de modificar, hasta el punto de afirmar la existencia de una nueva oferta.

Tal interpretación no es compatible ni con la literalidad del 36 ni con la interpretación integrada de éste con los artículos 21 y 22 del propio RD: la norma no permite formular una nueva oferta, sino modificar la oferta existente, y no en todos sus aspectos, sino sólo en los dos concretos, volumen y contraprestación, a los que tanto ese artículo 36 como el 22 se refieren exclusivamente.

Cuando el párrafo segundo de la letra b) del artículo 36.2 habla de una mejora “distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior” se está refiriendo al caso en que se altere la naturaleza de la contraprestación, ofreciendo valores donde antes sólo se ofrecía dinero (de ahí la necesidad del informe del experto), pero en ningún caso permite deducir esa inversión de los principios generales de irrevocabilidad y no modificabilidad.

Obviamente, la mejora del precio o del volumen de valores a que la oferta se extiende exigirá la modificación de aquellos apartados del folleto que reflejan estos elementos u

otros conexos, pero en ningún caso habilita a la modificación de otros desconectados como el de participación inicial del oferente que ahora nos ocupa.

Una concreción de este principio de irrevocabilidad y del sistema de cómputo de la participación significativa que establece el RD, es el compromiso de no enajenación de acciones asumido por el oferente en el folleto informativo en tanto esté en curso el proceso de OPA, y los consiguientes compromisos de no ejecución de las prendas por los acreedores pignoratícios y de entrega de los certificados de legitimación de las acciones a la CNMV (certificados cuya expedición impide a las entidades encargadas de llevar el registro contable de las acciones dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones en tanto no hayan sido restituidos, según dispone el artículo 21 del RD 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta).

Efectivamente, el oferente incorporó al folleto de la oferta, y por ello está obligado a su cumplimiento, una prohibición de disminuir su participación accionarial en Metrovacesa durante la existencia del proceso de OPA y, por tanto, hasta su conclusión.

Así, el apartado 2.1, cuando establece que:

*“Las 24.725.109 acciones de la SOCIEDAD AFECTADA que pertenecen a D. Román Sanahuja Pons, de forma individual a través de la SOCIEDAD OFERENTE y de forma concertada con D. Román Sanahuja Escofet, D. Javier Sanahuja Escofet y D. Juan Manuel Sanahuja Escofet, a través de SACRESA TERRENOS DE PROMOCIÓN, SL y con Dña. Ana María Escofet Brado, Dña. Ana María Sanahuja Escofet y Dña. María del Mar Sanahuja Escofet, a través de GRUPO DE EMPRESAS HC, SA, han sido inmovilizadas atendiendo al compromiso de CRESA y su Grupo de Sociedades y de sus propietarios personas físicas de no transmitir las de ninguna forma hasta la finalización de la presente Oferta. Se adjuntan como Anexo V certificaciones acreditativas de la inmovilización de las expresadas acciones y, para aquellas acciones de la SOCIEDAD AFECTADA titularidad del grupo CRESA que se encuentran pignoradas, documento acreditativo de la renuncia, por los pertinentes acreedores pignoratícios a ejecutar la prenda en tanto se halle en curso la presente Oferta Pública”.*

Y también en el último párrafo del apartado 4.1.2 del folleto se dice que *“la Sociedad Oferente declara igualmente que no tiene prevista, en la actualidad, y sin perjuicio de los derechos que le corresponderían caso de desistir de su Oferta, la transmisión de acciones de Metrovacesa a ningún tercero fuera del Grupo Económico de Cresa.”*

Debiendo de entenderse dicho compromiso además asumido, no sólo frente al mercado en general, sino también (i) frente a los accionistas de Metrovacesa, (ii) frente a Metrovacesa y (iii) frente a la propia CNMV, que es quien a la postre ha de pronunciarse sobre la OPA, y de cumplimiento obligado en tanto está incorporado al folleto y en tanto es concreción de los principios de irrevocabilidad y del carácter no disponible del procedimiento.

Consideraciones jurídicas aparte, no debe olvidarse que las condiciones de la OPA, y su mantenimiento a lo largo de todo el proceso, son un elemento de información esencial para que los potenciales vendedores puedan valorar adecuadamente, y con certeza, el interés de la operación y que, por tanto, constituyen un elemento indispensable para la determinación del precio y, por consiguiente, para lograr el funcionamiento eficiente del mercado.

Frente a la contundencia de esta prohibición de disminuir la participación accionarial hasta que concluya el proceso de oferta, Cresa ha pretendido buscar fórmulas que permitan la modificación de la participación en un momento previo a la conclusión del proceso y así evitar la superación, aun de duración limitada en el tiempo, del umbral del 50%, que obligaría a formular la mejora sobre el 100% del capital de Metrovacesa. Así, sin base en el contenido del folleto, ha pretendido situar la “finalización de la oferta” (expresión contenida en el folleto) en determinados momentos intermedios del proceso, como el de la finalización del plazo de aceptación o la publicación del resultado, invocando ciertos preceptos del RD de OPAs que anudan a esos momentos determinadas consecuencias materiales o procedimentales.

Pues bien, la finalización de la oferta -oferta que, como ya se ha expuesto, la norma configura como un procedimiento complejo en el que concurren diversidad de elementos, trámites y aun de voluntades-, se produce en el momento de la liquidación, fase mediante la cual se entregan los valores al oferente y el precio a los aceptantes.

Jurídicamente, que la oferta subsiste más allá de la publicación del resultado o de la finalización del plazo de aceptación y que existe hasta la conclusión de la fase de liquidación (por más que, insistimos, a estos hitos se anuden ciertos efectos en la norma) resulta evidente de la mera lectura del artículo 24.2 del RD de OPAs, que dice que *“la oferta quedará sin efecto cuando no sea aceptada por el volumen mínimo de capital al que, en su caso, se hubiere condicionado, salvo cuando el oferente, en fase de liquidación renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos”*: es claro que el inicio de la fase de liquidación no se produce una vez concluida la oferta, pues aun en este momento puede ésta producir efectos y por tanto, determinar la adquisición de acciones, lo cual no se produciría si, como ha sostenido Cresa, la fase de liquidación presupondría la previa finalización de la oferta. Sólo en tanto que subsiste la oferta durante la liquidación y que concluye con ella es posible la renuncia a la condición de mínimo y la adquisición de las acciones de los aceptantes. Las distinciones que Cresa realiza entre la oferta y el proceso de oferta ni tienen base en la norma ni, como ya se ha justificado, tienen sentido: en todo caso es claro que el artículo 24 citado habla de oferta, no de proceso de oferta, utilizando la misma expresión que el compromiso contenido en el folleto, lo que hace innecesaria cualquier argumentación adicional. Luego, la oferta concluye con la liquidación y no caben, hasta después de su finalización, operaciones que disminuyan la participación del oferente en el momento de la presentación por las razones apuntadas.

Haciendo recapitulación de lo expuesto en este Fundamento SEGUNDO:

- a) Las OPAs constituyen procedimientos diferenciados de adquisición de valores mobiliarios que, por su configuración y desenvolvimiento exceden ampliamente de la oferta ordinaria de los contratos mercantiles. No sólo están integradas por un precio y una cantidad, elementos típicos de la oferta ordinaria, sino por muchos otros elementos, que vienen exigidos por su normativa específica y que, yendo más allá de la perspectiva puramente contractual, abarcan la óptica del mercado en su conjunto, así como la de los accionistas y destinatarios.
- b) De ahí precisamente, el gran formalismo y complejidad que preside el desarrollo de estos procesos, en los que, primando la protección de los distintos sujetos interesados en los mismos (la compañía sobre la que recae la oferta, los accionistas, la propia CNMV...), han de quedar siempre sometidos a reglas fijas e inalterables, sancionadas por su normativa específica y que no puedan ser objeto de interpretación o modificación por la mera voluntad o arbitrio de ninguna de las partes intervinientes.
- c) Consecuencia de todo lo anterior y tomando en consideración que la obligación de promover una OPA viene delimitada por la intención de adquirir una participación significativa junto con la que ya se posea en el momento de la presentación (siendo únicamente dicho momento el que se debe de tomar como referencia a la hora de comprobar la posible superación de los distintos umbrales señalados en el RD de OPAs), interpretar que una OPA concluye con el llamado período o plazo de aceptaciones, en lugar de con el momento de su completa liquidación, y admitir la realización de operaciones que disminuyan la participación inicial antes de ese momento, sería contrario al principio de irrevocabilidad sancionado en el 21 del RD de OPAS, así como a lo que la propia Cresa manifestó en el folleto informativo. .
- d) Por las mismas razones, tampoco puede entenderse que la desmovilización de las acciones afectadas puede realizarse antes de su liquidación.

### **TERCERO.-**

**3.1.** Cresa ha planteado llevar a efecto su mejora de OPA a través de un contrato de donación, en los términos descritos, fórmula con la que entiende superados los obstáculos que, previsiblemente, este Organismo pudiera llegar a observar. Mediante el citado contrato Cresa pretende evitar la extensión de su mejora al 100% del capital de Metrovacesa.

Cresa sostiene que la donación, como modo de adquirir la propiedad que no requiere de la traditio, al no precisar desmovilización alguna de las acciones objeto de la donación

para que se produzca la transmisión de su propiedad, sino sólo su aceptación por los donatarios, permite:

- Que los donatarios adquieran su propiedad en el momento en que se prevea en el contrato de donación.
- Y que, por consiguiente, baste con que se prevea en el contrato de donación la transmisión de la propiedad en unidad de acto con la liquidación de la OPA para que el oferente/donante no sobrepase en ningún momento el umbral del 50%.

Esta alternativa, como a continuación se demostrará, tampoco se ajusta a nuestra normativa vigente en materia de OPAs, ni a preceptos legales de carácter más general.

**3.2.** Como ya se ha expuesto en el fundamento anterior, cualquier operación jurídica que suponga la disminución de la participación accionarial con derecho a voto del oferente antes de la terminación de la oferta no es jurídicamente admisible. Al pretenderse con la fórmula de mejora planteada esa finalidad, su inadmisibilidad estaría ya justificada. No obstante, en relación con la concreta fórmula propuesta, se realizan a continuación diversas consideraciones que confirman la procedencia de la no autorización.

Es cierto que en los supuestos de donación el artículo 609 del Código Civil no parece exigir, tradición para la adquisición de la propiedad (*“La propiedad se adquiere por la ocupación. La propiedad y los demás derechos sobre los bienes se adquieren y transmiten por la ley, por donación, por sucesión testada e intestada, y por consecuencia de ciertos contratos mediante la tradición. Pueden también adquirirse por medio de la prescripción.”*), bastando por tanto con el título (escritura de donación y aceptación) sin necesidad de entrega de la cosa objeto del contrato.

Por eso Cresa argumenta que (i) en la transmisión de valores *inter vivos* a título gratuito los efectos traslativos se producen sin necesidad de tradición de la cosa donada; (ii) que el donatario sería propietario de los valores representados en anotaciones desde la aceptación de la donación (art. 618 CC: *“La donación es un acto de liberalidad por el cual una persona dispone gratuitamente de una cosa a favor de otra, que la acepta.”*), con independencia de que se haya o no producido la inscripción de los valores a su favor; y (iii) que la inscripción de la transmisión sería así sólo necesaria para la legitimación registral y para la oponibilidad *erga omnes*.

Aunque no es cuestión pacífica, numerosos autores defienden el carácter contractual de la donación y su defectuosa inclusión en el Libro Tercero del CC (Modos de adquirir la propiedad) y, por ende, la necesidad de *traditio* como en el resto de los contratos traslativos del dominio). Pero no siendo la cuestión pacífica, no entraremos a discutir aquí sobre los posibles efectos traslativos en la donación del mero acuerdo de las partes, sin necesidad de la *traditio*. Pero sí debemos disentir, sin embargo, de las consecuencias

que de tales afirmaciones se pretenden derivar para el supuesto concreto que nos ocupa, que se refiere a la donación de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta.

Cresa mantiene que la donación producirá sus efectos de transmisión de las acciones representativas del 0,3% de Metrovacesa (fijándose así en la escritura de donación), en unidad de acto con aquél por el que Cresa adquiriera la propiedad de las acciones de Metrovacesa que resulten de la aceptación de su oferta. Todo ello es así, continúa razonando Cresa, porque (i) la transmisión de la propiedad se produce cuando las partes lo establezcan, (ii) el hecho de que la CNMV siga reteniendo los certificados de legitimación no es un obstáculo para que se produzca la transmisión, y (iii) la obligación de inmovilizar no se incumple puesto que el efecto transmisivo se produce tras la finalización del plazo de aceptación.

Pues bien, que la donación sea un supuesto de adquisición de la propiedad que no necesita de la tradición –criterio discutible sobre el que, como ya hemos dicho, no entraremos- no resuelve ni mucho menos las dificultades derivadas de su aplicación al supuesto concreto que nos ocupa.

En efecto, los artículos 9.2 de la LMV y 12.2 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, establecen que la transmisión de valores anotados será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción, produciendo así de hecho los mismos efectos que la tradición en el sistema de títulos-valores. Sólo la inscripción de la transmisión hará por tanto que el derecho adquirido sea oponible: (i) frente a la entidad emisora de los valores, dado que si hubiese divergencias entre lo que a la sociedad se le comunicó y el contenido inscrito en el registro, prevalecerá y será oponible la inscripción registral; (ii) frente a los acreedores personales del transmitente, puesto que los acreedores que no tengan a su favor una previa garantía registral no podrán pretender hacer efectiva sobre los valores la responsabilidad patrimonial universal sancionada en el artículo 1911 CC (“*Del cumplimiento de las obligaciones responde el deudor con todos sus bienes, presentes y futuros.*”); y (iii) frente a quien, teniendo un título que justifique la transmisión de los valores en su favor, no hubiese procedido a inscribirla en el registro, ya que quien así hubiese operado, contaría con un justo título, pero le faltaría el modo transmisorio, no habiendo en consecuencia perfeccionado su derecho y teniendo que pasar por aquella transmisión posterior a la suya que, con buena fe, sí que se inscribió.

La seguridad del tráfico aparece en nuestro ordenamiento indisolublemente asociada así al sistema registral de valores representados en anotaciones en cuenta. Admitir en el tráfico de los valores anotados en cuenta la posibilidad de que las transmisiones de propiedad queden provisionalmente sin inscribir en el registro contable, alegando la no necesidad de la *traditio* en las donaciones para que se produzca la efectiva adquisición de la propiedad, introduciría en el sistema un elemento de inseguridad jurídica

manifiestamente contrario a la finalidad que alentó su creación y desde luego al fomento de la agilidad de la circulación de los valores.

En consonancia con sus anteriores argumentos, Cresa sostiene también que la transmisión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta se puede efectuar mediante un mero acuerdo reflejado en escritura pública sin que la inscripción de la adquisición tenga carácter constitutivo para su eficacia; adicionalmente, creen ver reforzado este criterio en el segundo párrafo del artículo 9 de la propia LMV, que, siempre en su opinión, vendría a demostrar que la exigencia de la transferencia contable allí establecida sólo opera en el ámbito de la protección de terceros.

Pues bien, en contra de lo que argumenta Cresa, la inscripción de la transmisión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta tiene siempre carácter constitutivo.

Así lo dice, en primer lugar, el literal de los dos primeros párrafos del mencionado artículo 9 de la LMV:

*“La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.”*

La literalidad de la norma es rotunda: (i) la transmisión se realiza por transferencia contable, sin mencionar ninguna otra posibilidad; y (ii) la inscripción juega en materia de valores representados en anotaciones la misma función que la tradición en relación con los títulos-valores. Y en materia de títulos-valores, como sabemos, la transmisión de la posesión a efectos de la adquisición del dominio sobre los mismos y, por tanto, de la plena titularidad del derecho incorporado, no puede ser sustituida por escritura pública, sino que pasa necesariamente por la tradición real del documento.

Pero es que, además, interpretar que la inscripción en el registro de anotaciones de la transmisión carece de carácter constitutivo dañaría de forma irreparable el entero sistema de valores anotados en cuenta. Se debe reiterar por ello que resulta fundamental, a efectos de legitimación y de oponibilidad, que la transmisión de las acciones se consuma con la inscripción en el registro. De otro modo, el adquirente de las mismas ni estaría legitimado ni podría legitimar a nadie, no pudiendo ser opuesta a terceros su adquisición.

La transmisión de acciones en escritura y sin inscripción no sería oponible a terceros (Art. 9, 2º párrafo, LMV), lo que carecería de toda lógica y vendría a demostrar que las acciones no han salido del patrimonio del transmitente.

Los artículos 1462 y 1464 del CC contemplan la sustitución de la entrega por la escritura en el caso de los bienes incorpóreos (Artículo 1462 CC: “*Se entenderá entregada la cosa vendida, cuando se ponga en poder y posesión del comprador. Cuando se haga la venta mediante escritura pública, el otorgamiento de ésta equivaldrá a la entrega de la cosa objeto del contrato, si de la misma escritura no resultare o se dedujere claramente lo contrario.* Artículo 1464 CC: “*Respecto de los bienes incorpóreos, regirá lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 1462. En cualquier otro caso en que éste no tenga aplicación se entenderá por entrega el hecho de poner en poder del comprador los títulos de pertenencia, o el uso que haga de su derecho el mismo comprador, consintiéndolo el vendedor.*”). Una correcta lectura de estos preceptos -que a priori parecería abonar las tesis a este respecto de Cresa-, en su aplicación a los supuestos de valores representados mediante anotaciones en cuenta, nos lleva sin embargo a dos conclusiones contrarias a las sostenidas por aquélla:

- (i) existe para los valores representados mediante anotaciones en cuenta un sistema de transmisión jurídicamente equivalente al posesorio (la transferencia contable); y
- (ii) se establece en el artículo 1462 CC, segundo párrafo, una equivalencia entre la escritura y la entrega de la cosa objeto del contrato, lo que implica la existencia de una norma que será o no aplicable en función de que existan o no normas especiales para la transmisión de los diferentes bienes. No pudiendo equipararse escritura y tradición en el caso de los títulos-valores -y por tanto en el de los valores representados mediante anotaciones-, la escritura pública no puede producir los mismos efectos que la inscripción, ya que ésta lo que equivale es a la tradición de los títulos.

La literalidad del artículo 9 de la LMV resulta además a este respecto incontestable. La tradición de los valores anotados es un una *facta traditio*: tiene lugar a través de la inscripción de aquéllos en el registro contable. Puesto que no resulta posible la entrega física de los valores anotados, la inscripción equivaldrá a la tradición, será por tanto el modo de adquirir la propiedad. No se debe confundir de este modo la inscripción en el ámbito del Registro de la Propiedad inmobiliaria -en donde la tradición y la adquisición de la propiedad son anteriores a la inscripción, sin que ésta pueda, por ello mismo, suplir a la tradición- con la inscripción en el campo de los valores anotados, en donde, como hemos visto, inscripción equivale a tradición, y en donde la transmisión y adquisición de los valores se verifica por la transferencia contable. El artículo 9 de la LMV se constituye respecto a la circulación de valores representados en anotaciones en cuenta en una Ley especial que desplaza la aplicación de los sistemas previstos en leyes generales.

Si admitiéramos que la inscripción de la transmisión en el registro contable no es constitutiva, limitando sus efectos a la oponibilidad frente a terceros, volveríamos a enfrentarnos con un resultado sin duda indeseado: desaparecería por completo la

aspiración del sistema registral de valores anotados en cuenta de dotar de seguridad al tráfico de valores y, por ende, su justificación. Nos encontraríamos con un sistema registral ineficiente en el que, mientras no se inscribiese la transmisión, la legitimación para el ejercicio del derecho quedaría desdoblada. O lo que es lo mismo: nos veríamos abocados a asumir un sistema de anotaciones en cuenta que carecería de eficacia liberatoria para el deudor que realizara su prestación al titular registral.

Se puede concluir, por tanto, que la pretensión de Cresa de llevar a cabo la mejora que nos ocupa utilizando la figura de la donación a fin de no alcanzar el umbral del 50% del capital social de Metrovacesa debe de ser rechazada por tener como presupuestos el carácter no constitutivo de la inscripción en el registro contable de la transmisión de los valores donados y la quiebra del principio de oponibilidad de los actos inscritos en el registro contable; todo lo cual, vulnerando lo establecido en el artículo 9 de la LMV, colisiona frontalmente con la irrenunciable seguridad jurídica que debe primar en nuestro vigente sistema registral de valores representados en anotaciones, y hace caso omiso, por lo demás, del compromiso formalmente asumido por el oferente en el folleto informativo, no sólo frente a los accionistas de Metrovacesa y a la propia Metrovacesa, sino también frente a esta CNMV, que es quien a la postre debe de pronunciarse sobre la OPA y frente a quien, como “tercero” (e incluso obviando el carácter constitutivo de la inscripción), no se podría en ningún caso invocar la transmisión de la propiedad a efectos de la no aplicación de la normativa sobre OPAs. Esto es: aunque negásemos el carácter constitutivo de la inscripción, la donación que no ha accedido al registro de anotaciones nunca podrá ser invocada ante la CNMV como excusa o justificación para la no aplicación de la normativa específica sobre OPAs. Por ello, de nuevo llegaríamos al resultado de que, aun realizada la donación en los términos descritos, habría que considerar superado el umbral del 50% del capital de Metrovacesa, toda vez que la inscripción como único medio de acreditación de transmisiones frente a terceros (y la CNMV lo es) no es discutida ni por la propia CRESA.

**3.3.** Aún podemos efectuar una importante objeción a la propuesta de donación, dado que el artículo 635 CC establece que: *“La donación no podrá comprender los bienes futuros. Por bienes futuros se entienden aquellos de que el donante no puede disponer al tiempo de la donación.”*

Estando como hemos visto las acciones de Cresa en Metrovacesa inmovilizadas hasta el momento de la completa liquidación de la oferta, Cresa no podrá donar sus acciones hasta entonces. Y si no puede donar sus acciones hasta la liquidación de la OPA, si mejora su oferta en los términos propuestos superaría indefectiblemente el umbral del 50% del capital de Metrovacesa, debiendo por ello mismo de lanzar OPA al 100% (artículo 1.6 RD de OPAs).

Sea o no necesaria la *traditio* para la transmisión de la propiedad de las acciones, la imposibilidad de donar acciones inmovilizadas, sobre las que Cresa carece de poder de disposición, reputaría inválida la donación pretendida.

Cresa ha pretendido justificar la viabilidad de la donación de las acciones inmovilizadas argumentando que un bien futuro es un bien que *no existe de presente en mi patrimonio o del que no puedo disponer porque hay una prohibición legal que me lo impide*.

No se alcanza a comprender sin embargo las causas que hayan podido llevar a concluir a Cresa que la no disposición de bienes viene exclusivamente referida a prohibiciones legales, excluyendo a las que pudieran tener carácter voluntario: en el precepto citado no se hace esta distinción, razón por la que no cabe admitirla por vía interpretativa.

De una parte, las acciones de Cresa en Metrovacesa han quedado inmovilizadas al haber sido expedidos los correspondientes certificados de legitimación. Y, como sabemos, respecto de tales valores: *“Las Entidades adheridas o encargadas no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones en tanto que no hayan sido restituidos, salvo que se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones forzosas judiciales o administrativas.* (art. 21 RD 116/1992). De otra, Cresa se ha comprometido formalmente en el folleto informativo presentado en la OPA (frente al mercado, frente a los accionistas de Metrovacesa, frente a la propia Metrovacesa y frente a la CNMV) a no transmitir sus acciones en Metrovacesa. Pero es que además, y aunque llegáramos a considerar que la disposición de bienes sólo alcanza a las prohibiciones legales, debemos de recordar que, una vez incorporados en el folleto informativo los elementos e informaciones que, como hemos visto, constituyen la oferta, éstos dejarán de tener carácter voluntario en cuanto a su cumplimiento para pasar a partir de ese momento a derivar su obligatoriedad de preceptos normativos.

Resulta por ello que Cresa carece en el momento actual, y hasta que la OPA haya quedado por completo liquidada, de poder de disposición sobre sus acciones en Metrovacesa.

3.4. Recordemos finalmente que la donación “es un acto de liberalidad por el cual una persona dispone gratuitamente de una cosa a favor de otra, que la acepta” (artículo 618 CC). La donación requiere por tanto:

- (i) De un elemento subjetivo o especial actitud anímica: un *animus donandi* o intención específica de gratificar.
- (ii) De un elemento objetivo: la gratuidad.

- (iii) De disposición patrimonial: la entrega efectiva de una cosa y no la mera promesa de entregar.

Ya hemos visto como en la donación pretendida por Cresa no se produciría el tercero de los elementos apuntados: no habría una entrega efectiva de las acciones objeto de la donación, sino una mera promesa de entrega una vez queden desmovilizadas (articulada a través de la suspensión de la misma hasta el momento de la liquidación de la OPA, que es condición de la donación). Resta por saber si los dos restantes elementos constitutivos de la causa de la donación pudieran llegar a resultar viciados en el supuesto que nos ocupa.

El artículo 1274 CC establece que en los contratos de pura beneficencia se entiende por causa la mera liberalidad del bienhechor. Y el artículo 1275, que *“los contratos sin causa, o con causa ilícita, no producen efecto alguno Es ilícita la causa cuando se opone a las leyes o a la moral”*.

Cresa no oculta que la verdadera finalidad de la donación que propone es hacer valer su pretensión de mejorar la OPA competidora presentada sobre Metrovacesa. En este sentido, no caben dudas acerca de la utilización del contrato de donación como instrumento para lograr un fin cuya causa no es la mera liberalidad. De ser causa de la donación de Cresa la pura liberalidad, no hubiera esperado para proponerla al rechazo por parte de la CNMV de su anterior propuesta de mejora. El ánimo de gratificar y la propia gratificación, elementos constitutivos de la causa de toda donación, van precedidas en el caso que nos ocupa de una causa muy distinta, que es la principal: la no superación del umbral del 50% en el capital de Metrovacesa a fin de no verse obligados a lanzar una OPA por el 100% de su capital.

La condición suspensiva a la que se sujeta la donación, esto es, la aprobación de la mejora por la CNMV, permite afirmar en estas circunstancias que la donación pretendida por Cresa tiene carácter instrumental.

No se da la gratuidad, toda vez que con esta fórmula se pretende evitar la realización de una oferta sobre el 100% de las acciones de Metrovacesa, operación que conllevaría un desembolso económico muy superior al valor de lo que pretende donarse, y que convertiría la operación en no rentable, en modo alguno, para Cresa. Tampoco concurre el ánimo puro de gratificar, la mera liberalidad del bienhechor, sino que la intención es conseguir la no formulación de la OPA total, siendo el enriquecimiento de los donatorios un efecto colateral que sólo se producirá si se consigue aquel fin primordial, único que está en el ánimo del pretendido donante. Es muy indicativo de que la mera liberalidad no es la causa principal de la donación prevista en la llamada “Fórmula A”

que en la “Fórmula B” no habría donación: en definitiva, la efectividad de la donación dependería, en última instancia, de la voluntad decisoria de la CNMV.

Sin prejuzgar la validez civil de la donación propuesta, puesto que las circunstancias indicadas podrían llevar a concluir, ex artículos 1275 y 1276 del Código Civil, que dicha donación no produciría efectos, desde la perspectiva del Derecho del mercado de valores no debe ser tomada en consideración, por entenderse efectuada en fraude de Ley. En consecuencia, en aplicación de lo dispuesto en el artículo 6 del Código Civil, no enerva la obligación de lanzar una OPA al 100% que resulta de que la suma de la participación inicial del oferente y lo que pretende adquirir supere el 50%.

#### **CUARTO.-**

En cuanto al usufructo constituido, y aunque son válidas las consideraciones ya expuestas, habida cuenta de que forma con la donación una estructura jurídica única, aunque compleja, procede hacer algunas consideraciones adicionales, que serán válidas tanto para el usufructo presentado en el sobre de mejora del 7 de agosto, como para la modificación del mismo comunicada el 4 de septiembre, que puede reputarse extemporánea.

4.1 Como ya se ha indicado, de acuerdo con el apartado 2.1 del folleto explicativo de la Oferta, las acciones de METROVACESA, que son propiedad de Cresa y de su grupo: *"han sido inmovilizadas atendiendo al compromiso de CRESA y su grupo de Sociedades y de sus propietarios personas físicas de no transmitir las de ninguna forma hasta la finalización del período de aceptación....."*.

Este compromiso asumido por Cresa en el folleto original debe verse desde una doble perspectiva: en primer lugar, como requisito para que todas las partes afectadas por el procedimiento de oferta pública puedan conocer “ab initio” cuál es la pretensión de adquirir del oferente, lo que necesariamente conlleva la necesidad de fijar el porcentaje del que parte; en segundo lugar, debe verse desde la perspectiva de los actos propios.

Además de velar porque las condiciones previstas en el folleto no puedan verse alteradas para evitar la falta de objetivación del juicio de los inversores, la CNMV debe

velar porque la información que concurre al mercado sea clara y no contradictoria. En el supuesto que nos ocupa, por un lado se asume en el folleto el compromiso "*de no transmitir de ninguna forma*". Pero, por otro, la constitución del usufructo pretende tener un efecto traslativo, al menos parcial, y producido indirectamente, sobre la participación accionarial con derecho a voto del oferente contenida en el folleto (incluso la propia Cresa en la comunicación de participaciones significativas que hace con ocasión del usufructo, se utiliza por dos veces la expresión "transmisión" de acciones para referirse a la cesión del usufructo del 5,003% de los derechos políticos de las acciones de Metrovacesa a diversas organizaciones). En definitiva, inicialmente se afirma que no se va a transmitir de ninguna forma para posteriormente comunicar una transmisión de los derechos políticos, por lo que si se considerara eficaz la cesión del usufructo de los derechos políticos de las acciones de Metrovacesa, esa transmisión supondría una vulneración evidente del compromiso asumido por Cresa en el folleto registrado y autorizado por la CNMV.

En consecuencia, si se aceptase la modificación del compromiso asumido por Cresa en el folleto inicial se estaría permitiendo alterar los principios de irrevocabilidad de la oferta y no modificación fuera de los supuestos previstos en el artículo 36 del Real Decreto 1197/1991, y además la CNMV se encontraría ante un supuesto de vulneración del folleto informativo.

4.2 Sin entrar a analizar si en los estatutos sociales de la sociedad limitada cuyas participaciones se ceden en usufructo se ha previsto el ejercicio de los derechos políticos por el usufructuario en detrimento del nudo propietario, porque según la previsión del artículo 36 de la Ley 2/1995, de Sociedades de Responsabilidad Limitada los derechos políticos los seguirá teniendo el nudo propietario salvo disposición contraria de los estatutos; y con independencia de que la cesión del usufructo de los derechos políticos se considerase o no como una verdadera transmisión de acciones, debe entenderse que la propiedad de las acciones a los efectos de la computabilidad de la participación significativa de la normativa de OPAs deberá seguirse asignando al nudo propietario y a la vez en favor del usufructuario.

En este sentido apunta el artículo 2.3 del Real decreto 1197/1991, según el cual "*a efectos del computo de las participaciones, se tendrá en cuenta tanto la titularidad dominical de las acciones y demás valores, como los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual*", estableciendo así un sistema de computo doble de participaciones significativas. Si se hubiera pretendido lo contrario, es decir la computabilidad única se hubiera determinado expresamente en el precepto, tal y como establece el artículo 2.2. del Real Decreto 377/1991, sobre comunicación de participaciones significativas, según el cual: "*en los supuestos de usufructo o prenda de las acciones, tendrá la consideración de titular de las mismas quien ostente la titularidad de los*

*correspondientes derechos de voto, sea propietario, usufructuario o acreedor pignoraticio*". La diferencia fundamental es que este registro tiene un carácter meramente publicitario de las participaciones, mientras que el computo a los efectos del Real Decreto de 1197/1991, tiene por objeto determinar quien ostenta la participación significativa a los efectos de lanzar una oferta pública de adquisición. A tales efectos la norma de OPAS ha querido asignar la participación social, también y en todo caso, al nudo propietario. Y ello debido al carácter esencialmente temporal propio del derecho de usufructo con carácter general; en el caso analizado, lo breve de su existencia prueba aun más claramente lo razonable del sistema de doble imputación. Por ello, con independencia de la consideración del usufructo como una transmisión, Cresa pasaría con la mejora del 50% del capital de Metrovacesa y estaría obligada a hacer una oferta por el 100%.

Esta doble computabilidad impuesta por la norma debe llevar a considerar que la propiedad no ha salido de la orbita de poder de Cresa por lo que el porcentaje de acciones ostentado ya por ella no ha sufrido variación alguna que permita considerar que los porcentajes iniciales han disminuido, y por consiguiente la mejora del 26% sobre el capital de METROVACESA, la sitúa en la obligación de formular una oferta pública sobre el 100% como consecuencia de haber superado el umbral del 50%.

4.3 Aunque ya se ha expuesto respecto de la donación, con la que el usufructo forma una única estructura contractual compleja, por el momento y la forma en que se ha formulado el usufructo tan solo cabe deducir que la única pretensión de Cresa es la de evitar tener que dirigir la oferta al 100% del accionariado de METROVACESA y así evitar el cumplimiento de la normativa de OPAS, lo que entendemos que constituye un negocio realizado en fraude de ley.

A esta conclusión se llega en primer lugar porque el usufructo no tiene vocación de permanencia en el tiempo puesto que se establece por un período de 30 días. En segundo lugar no se trata de un negocio planteado en el momento inicial sino que se formula en el medio del proceso con la única finalidad de que la mejora de Cresa se apruebe por la CNMV sin obligación de formular la OPA sobre el 100% del capital de METROVACESA tal y como exige la norma. No debe pasar desapercibido que el único interés del negocio es beneficiar al nudo propietario en el sentido apuntado y no al usufructuario con el que no se venía teniendo ninguna actitud altruista que permita afirmar con carácter previo el "*animus donandi*" y que el usufructo, habida cuenta su brevedad, no va a conceder derecho efectivo alguno, más allá de su pura existencia formal. Por consiguiente la consideración del fraude de ley no debe impedir a la CNMV, tal y como establece el artículo 6.4 del Código Civil, exigir la debida aplicación de la norma que se trata de eludir.

## QUINTO.-

En relación con la segunda de las propuestas de mejora planteadas por el Grupo Cresa (Fórmula B), procede hacer, siquiera brevemente, algunas consideraciones, habida cuenta de que se ofrecen como contraprestación acciones idénticas a las que se pretenden adquirir, lo que, como la propia Cresa reconoce, pudiera aparecer como absurdo en casos distintos al suyo.

En primer término, la presentación de dos fórmulas alternativas otorga al órgano supervisor, cuya labor debe ser la de supervisar el procedimiento y la de comprobar que en el mismo se cumplen las "reglas del juego" previstas por el ordenamiento jurídico, la función de determinar las condiciones de fondo de la oferta (precio, tipo de contraprestación, etc...) lo que no es compatible con el principio de libertad contractual que rige los mercados de valores, ni con el principio de legalidad que regula la configuración de las funciones de los órganos administrativos.

Adicionalmente, y desde la perspectiva procedimental, la introducción en el sobre de dos ofertas alternativas vulnera lo establecido en el artículo 36 del RD de OPAs, en tanto que cada oferente sólo puede realizar una única mejora en sobre cerrado, no varias, circunstancia que por sí sola determinaría la inadmisibilidad de la solicitud formulada.

**5.1** Como ya se ha señalado anteriormente, el momento de efectuar el cómputo de las participaciones significativas, a los efectos de comprobar la posible superación de los umbrales que obligan al lanzamiento de OPA, sólo puede ser aquél en que se pretende adquirir las acciones de que se trate, que es aquél en el que se presenta la oferta en la CNMV.

Por ello, en la segunda de las fórmulas planteadas por Cresa para mejorar la oferta competidora, al 24,29 % del capital de Metrovacesa que se ostentaba inicialmente ha de añadirse la *pretensión de adquirir* un 26% del capital de Metrovacesa lo que supone que sobrepasa el umbral del 50%, desencadenante de la obligación de formular OPA al 100%.

La propuesta de desprenderse de un 0,3% del capital de Metrovacesa en el momento de la liquidación de la OPA y como parte de la contraprestación de la misma no evita, por tanto, la obligación de extender su oferta al 100% del capital.

Además, en tanto que las acciones de Metrovacesa propiedad del oferente están inmovilizadas, no liberándose hasta la conclusión de la OPA, liquidación incluida como ya se explicó, la fórmula propuesta no podría realizarse en los términos propuestos.

No puede verificarse “en unidad de acto”, es decir, simultáneamente, la adquisición de la propiedad de las acciones de los aceptantes de la oferta por el oferente y la entrega de las que forman parte de la contraprestación; sólo cuando, en base al principio de entrega contra pago, se haya satisfecho la contraprestación, el oferente adquirirá las acciones y concluirá la OPA, y sólo en ese momento verá sus acciones liberadas.

Luego la fórmula propuesta avoca o al incumplimiento o al pago en metálico mediante la ejecución de la garantía, pero no es viable en los términos originales.

**5.2.** Pero, además de lo anterior, la estructura de la contraprestación ofrecida por el Grupo Cresa - 90 euros por acción y una acción más por cada 85 de un mismo aceptante- plantea otras cuestiones.

Desde un punto de vista jurídico privado, puede considerarse que la fórmula propuesta reviste la forma de compraventa y simultánea permuta o bien que se trata de una compraventa con contraprestación parcial en especie (artículo 1446 Código Civil).

En uno u otro caso, el resultado a que se llega supone una contravención de la normativa de OPAs, si bien por distinta vía.

La contraprestación ofrecida por el Grupo Cresa ha de analizarse a la luz del artículo 1274 del Código Civil que dispone: *En los contratos onerosos se entiende por causa, para cada parte contratante, la prestación o promesa de una cosa o servicio por la otra parte.*”; de otra parte, el artículo 1261.3º del Código Civil incluye, entre los requisitos esenciales del contrato la *“causa de la obligación que se establezca”*.

Consecuentemente, no puede tener la consideración de contraprestación el intercambio de una acción por otra, siendo ambas fungibles, sencillamente porque no existe causa negocial en cuanto a dicho extremo. Y la sanción que reserva el ordenamiento para estos supuestos es la ausencia de efectos. Así se recoge en el artículo 1275 del Código Civil: *“Los contratos sin causa...no producen efecto alguno”*. Ello determina que para el caso de considerar el negocio como compraventa y simultánea permuta, ésta última carecería de todo efecto, con lo que, abstracción hecha de lo dicho en el apartado anterior, no se lograría evitar superar el umbral del 50%, al estar dirigida la oferta al 26%.

Por otra parte, calificada la propuesta como compraventa con contraprestación parcial en especie, el efecto neto de la oferta supondría pagar algo más por cada acción pero dirigiéndose al 25,7% del capital de Metrovacesa y no al 26% del mismo, como exige el artículo 36.2 b) del RD OPAs, al señalar que la oferta competidora ha de tener por objeto *“al menos, el mismo número de valores que la máxima de las competidoras”*.

Desde un puro análisis lógico, no puede afirmarse que, simultáneamente, a unos concretos fines se va a adquirir el 26% y a otros distintos sólo el 25,7%: es claro que ó

se adquiere un 26%, en cuyo caso se impone la OPA total, ó un 25,7%, con lo que no se cumplen los requisitos de mejora, pero en ningún caso puede admitirse una fórmula que pasa por afirmar el cumplimiento simultáneo de una y otra cosa.

En su virtud, y vistos los Hechos y Fundamentos de Derecho que anteceden, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ha acordado *denegar la solicitud presentada por Cresa Patrimonial, S.L. el 7 de agosto de 2006 para la modificación de la oferta pública de adquisición de acciones de Metrovacesa, S.A. que fue autorizada con fecha 11 de mayo de 2006.*"

Contra la presente Resolución cabe interponer recurso contencioso-administrativo ante la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional en el plazo de dos meses desde el día siguiente a la recepción de la presente notificación, y potestativo de reposición ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el plazo de un mes desde el día siguiente a la recepción de la presente notificación.

Madrid, 8 de septiembre de 2006