

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

10 de febrero de 2022

Actualizado el 10 de febrero de 2022. Se han incorporado las preguntas 12, 13 y 14.

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

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

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 artículo 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 (artículo 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 artículo 13.2.d) del RD de opas, teniendo en cuenta el principio de irrevocabilidad de la oferta (artículo 30), la obligación de aportar un aval o constituir un depósito de efectivo en garantía de la oferta (artículo 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 (artículo 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 artículo 26.2 del 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 artículo 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 oferta.

Por el contrario, se considera que normalmente no lo cumplirán, por ejemplo, las autorizaciones relativas a la transmisión indirecta, a resultas 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 artículo 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 artículo 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 artículo 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.

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*”.

Asimismo, es relevante señalar que la exigencia de autorizaciones previas en los términos previstos en el artículo 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.

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

El artículo 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 artículo 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 artículo 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 artículo 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 artículo 14.4 del RD de opas?

La CNMV considera que la indicación del precio en efectivo equivalente prevista en el párrafo segundo del artículo 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 artículos 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 oferta inicial atendiendo a su cotización en la fecha de referencia mencionada;
- el resultante de valorar las acciones ofrecidas en la oferta 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 oferta competidora se ofrece una contraprestación en efectivo cuyo importe excede del precio equivalente en efectivo determinado con arreglo a lo previsto en el artículo 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.

12. Tras la presentación de una opa, ¿es posible que un accionista o un inversor tercero lleve a cabo adquisiciones de acciones de la sociedad afectada, a través de un proceso acelerado de compra de acciones a precio fijo, o mediante la adquisición de bloques de acciones fuera de mercado a precio igual o superior al de la opa?

Conforme a la normativa de opas, debe considerarse una oferta pública de adquisición toda propuesta dirigida a los accionistas de una sociedad cotizada cuyo objeto es adquirir todas o una parte de sus acciones u otros valores con derecho de voto a cambio de un precio.

El Capítulo IX del RD de opas regula las ofertas competidoras como aquellas ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la CNMV otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado. Este régimen de las ofertas competidoras resulta de aplicación tanto a las opas obligatorias como a las voluntarias. Respecto de estas últimas, el artículo 13.3 del RD de opas las somete a las reglas establecidas para las obligatorias. Asimismo, dicho régimen resulta aplicable a las opas parciales dada la literalidad del artículo 40 del RD de opas.

En la medida en que exista una opa ya presentada, cualquier oferta pública de adquisición que se formule posteriormente debe necesariamente someterse a las exigencias de las ofertas competidoras previstas en el artículo 42 del RD de opas.

En este sentido, cualquier operativa o actuación que pueda transmitir al mercado el mensaje de que un inversor o accionista está dispuesto a comprar una determinada cantidad en unas condiciones fijas, podría constituir un proceso de oferta y deberá estar sujeta al régimen de ofertas competidoras del RD de opas. Algunos ejemplos de esta operativa pueden ser: un proceso acelerado de compra de acciones ("*accelerated stakebuilding*") mediante el cual un intermediario contacta con una pluralidad de accionistas o intermediarios para comprar una cantidad determinada a un precio único; aquellas compras realizadas mediante bloques, de forma similar a las ofertas públicas; o cualquier indicación al mercado, con mayor o menor formalidad, de que el tercero está dispuesto a comprar una cantidad determinada a un precio determinado.

En consecuencia, quien pretenda adquirir acciones de una sociedad sobre la que ya se ha presentado una opa, deberá o bien presentar una oferta competidora ajustada a los términos del artículo 42 del RD de opas o bien optar por una operativa en condiciones de mercado a los precios vigentes en el mercado en el momento de su ejecución, que no constituya una oferta pública de adquisición.

13. El artículo 24.1 del RD de opas regula el informe que el órgano de administración de la sociedad afectada debe elaborar sobre la oferta. En relación con dicho informe, ¿qué información debe contener respecto a los accionistas de la sociedad afectada que estén representados en su consejo de administración por consejeros dominicales?

El artículo 24.1 (párrafo 5º) especifica que en el informe del órgano de administración de la sociedad afectada por una opa se incluirán los valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la sociedad afectada o por las personas con las que actúe concertadamente y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente por los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, así como los que pudieran tener en la sociedad oferente. A juicio de la CNMV la norma citada ha de interpretarse en el sentido de considerar incluidos en el citado informe los valores de los accionistas que hubieran designado a los consejeros dominicales, recogiendo su opinión motivada sobre la oferta y su intención de aceptarla o no.

La interpretación señalada viene siendo mantenida desde hace años por la CNMV y aplicada de modo general también por las sociedades afectadas por una opa que, en los informes del consejo de administración que elaboran a los efectos del artículo 24 del RD de opas, incluyen la opinión sobre la oferta y la intención de acudir a ella de los accionistas representados por sus consejeros dominicales.

Por otra parte, es importante subrayar que las obligaciones de la sociedad afectada por una opa y de sus consejeros son independientes de la circunstancia de que dichos consejeros puedan o no asistir a las reuniones del consejo de administración de la sociedad a la que representan y de participar en sus deliberaciones.

En consecuencia, los órganos de administración de las sociedades afectadas por una opa deben emitir un informe detallado y motivado sobre la oferta, en el que se habrá de incorporar la opinión de todos y cada uno de los accionistas representados en el consejo de administración mediante consejeros dominicales en relación con la oferta y su intención de aceptarla o no con su participación.

14. En el marco de una opa parcial, ¿es posible que el oferente adquiriera valores al margen de la opa?

De acuerdo con la normativa aplicable (artículo 13.4 del RD de opas) únicamente puede formular una opa por un número de valores inferior al total (opa parcial):

1. Quien no vaya a alcanzar, a resultados de la opa, una participación de control (igual o superior al 30% de los derechos de voto).
2. Quien ostentando ya una participación de control pueda aumentar su participación de control sin estar sujeto a una opa obligatoria.

En la opa parcial, por lo tanto, el oferente determina el número máximo de valores a adquirir (límite máximo de la oferta) que está configurado como el elemento esencial para obtener la preceptiva autorización, de tal forma que, cuando el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación supere el límite máximo de la oferta, deben aplicarse las reglas de distribución y prorrateo reglamentarias que se encuentran recogidas en el artículo 38 del RD de opas.

La adquisición de acciones por el oferente al margen de la oferta alteraría la participación máxima para la que se ha otorgado la autorización de la opa parcial y, con ello, todas las informaciones contenidas en el folleto autorizado. Adicionalmente, si el nivel de aceptación superase el límite máximo de la oferta, la adquisición de valores al margen de la oferta por el propio oferente, provocaría la ruptura del principio de igualdad de trato al adquirir, al margen de la oferta, la totalidad de los valores sin sujeción a condiciones ni prorrateo, mientras que la liquidación de las operaciones de los accionistas aceptantes de la oferta se encuentra sujeta a las reglas de distribución y prorrateo mencionadas, además de las condiciones establecidas por el oferente.

En consecuencia, cualquier operación que pretenda realizar el oferente, al margen de la opa parcial, se considera que está sujeta al régimen de modificación de las características de la oferta previsto reglamentariamente y debe canalizarse a través de dicha oferta.