

LAS OFERTAS COMPETIDORAS
(Algunos apuntes a partir de su regulación)

Juan Sánchez-Calero Guilarte*

Publicado en:

Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados
(Dir. A. Alonso Ureba/A. Roncero Sánchez)
Madrid, 2019, pp. 963 y ss.

ISBN 978-84-1309-277-5

* Catedrático de Derecho Mercantil
Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
jscalero@der.ucm.es
<https://www.ucm.es/dep-derecho-mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://eprints.ucm.es>

SUMARIO

- I. Introducción**
- II. El concepto normativo de oferta competidora**
- III. La evolución normativa del régimen de las opas competidoras**
- IV. Un apunte empírico**
- V. La finalidad esencial de las opas competidoras**
- VI. Las ofertas competidoras y la posición de los administradores de la sociedad afectada**
- VII. La igualdad informativa entre oferentes**
 - 1. La justificación del principio
 - 2. La titularidad del deber informativo
 - 3. Los destinatarios de la información
 - 4. Las condiciones de la entrega de información
 - 5. La garantía de la confidencialidad
 - 6. La supervisión del cumplimiento del deber de informar
 - 7. La responsabilidad por el incumplimiento de ese deber o por su cumplimiento negligente
- VIII. Bibliografía**

I Introducción

Las páginas que siguen ofrecen una breve reflexión en torno a uno de los aspectos del régimen legal aplicable a las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Pudiera también decirse que a una concreta modalidad de tales ofertas, como son las que el propio reglamento adjetiva como «competidoras». Sucede, sin embargo, que mientras que el primer aspecto nos sitúa ante una certeza normativa, el segundo, es decir, el que depara la realidad de nuestros mercados, se caracteriza por su imprecisión, entendida ésta por la falta de un adecuado contraste con la realidad. Confirman las OPAs competidoras esa adversidad misteriosa a la que ya me he referido en alguna ocasión entre la gran atención normativa y doctrinal que acompaña a esas operaciones y su escasa o inexistente utilización por la vida corporativa (Sánchez-Calero, J., 2010, p. 741 y ss.). Si vuelvo sobre esa contradicción es por su conveniencia para justificar las limitaciones de este trabajo.

Así, aunque la generosa disposición de los rectores de esta obra colectiva se tradujo en una invitación a exponer el régimen de las OPAs competidoras, el resultado es decepcionante puesto que, lo anuncio ya, me he limitado a algunos apuntes (o si se prefiere, brochazos) sobre algunos de los elementos que he juzgado más discutibles y provocadores, de la reglamentación de la figura. Tal hecho me obliga a una explicación, que algún lector tomará como excusa de mal pagador, aunque yo trate de colarla con apoyo de alguno de los apartados que siguen y de lo que en ellos se apunta.

Poco nuevo y valioso puedo aportar el estudio de una reglamentación -la aplicable a esa suerte de OPAs destinadas a pugnar entre sí- que ha recibido una amplia y a la vez exhaustiva atención doctrinal que mantiene su vigencia. Una bibliografía valiosa que contrasta con una experiencia limitada, puesto que sin destripar lo que se explica en el apartado sobre el uso de aquellas OPAs, sí permite anticipar que la práctica de la competencia entre OPAs es escasa, en el número y en el reconocido de las operaciones registrales.

Ante esa situación, esta contribución se orienta preferentemente por los problemas societarios que acompañan a las OPAs competidoras. Si en la regulación de OPAs es característico el encuentro entre normas de supervisión y sanción para el deber de formular una OPA o para su lanzamiento voluntario con aquellas de inspiración societaria, en el caso de las OPAs competidoras se reproduce tal combinación con perfiles acusados. Estos pasan por dos orientaciones principales. En lo que afecta al procedimiento, la especialidad de las competidoras es singular desde el hecho elemental que implica que las acciones de una sociedad cotizada no sean objeto de una simple oferta, sino de una concurrencia de dos o más ofertas. La normativa se ocupa de regular las distintas fases de esa concurrencia, conduciéndola hacia un sistema sencillo y aparentemente irreprochable en el que competir obliga a mejorar lo conocido (art. 42.1 R.D. 1066/2007 de 27 de julio de régimen de las ofertas públicas de adquisición) y, a los que sigan en la pelea hasta el fin, una suerte de ronda terminal por medio de los «sobres» ante la CNMV (art. 45.3 R.D. 1066/2007).

En lo que resumidamente cabe describir como la vertiente corporativa de las OPAs competidoras, la atención prima sobre dos momentos en los que la actuación de la sociedad afectada y la de sus administradores se sitúa en el centro del escenario. A estos se les autoriza de forma expresa para participar en la pugna por el control de «su»

sociedad «buscando» ofertas competidoras a las que se hubiese presentado previamente (art. 28.3 R.D. 1066/2007). Al mismo tiempo, en una encomienda que deben hacer compatible con su implicación en alguna de las ofertas que buscaron y animan, los administradores se convierten en árbitros y garantes de la igualdad informativa, genuino principio normativo y que se enuncia con facilidad, aunque se adivina su complejidad al trasladarlo a los hechos: todos los oferentes y potenciales oferentes deben disfrutar de igualdad informativa. Ninguno debe tener ni más, ni menos información que la dispuesta por cualquier de sus actuales o eventuales contendientes, sin que la mayor o menor afinidad con la sociedad afectada y con sus administradores (o con algunos de éstos) permita dispensar o modular tal deber.

Pues bien, sea por la exigencia del procedimiento diseñado o porque el grado de incertidumbre que implica su fase final para los partícipes, es lo cierto que no podemos hablar de la culminación de procedimiento alguno de OPAs competidoras, lo que mantiene la disección de su regulación en un ejercicio teórico que cuenta ya con aportaciones cualificadas. Lo que tenemos son procesos iniciados de competencia, abortados posteriormente y al amparo de la propia regulación, en los que la que se ha enunciado como vertiente corporativa de tal competencia sí anima a alguna consideración adicional y sucinta, sobre todo para proyectar las reglas propias de la competencia de OPAs sobre el Derecho societario renovado.

II El concepto normativo de oferta competidora

El estudio de las ofertas competidoras en el marco del régimen legal aplicable a las ofertas públicas de adquisición ha de partir de la definición de la figura que se asienta en el vigente artículo 40 del Real Decreto 1066/2007. Esa disposición señala que se considerarán como competidoras aquellas ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que en todo o en parte haya sido previamente presentada ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) otra previa oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado. Esta definición normativa señala de manera tan simple como expresiva la característica principal de toda oferta competidora que no es otra que la de concurrir o tomar parte en un concurso sobre el control de una sociedad cotizada. Un concurso que podrá plantearse a partir de una inicial OPA de formulación voluntaria u obligatoria.

La OPA competidora se define por su presentación desde la plena conciencia por parte del oferente de la existencia de, al menos, otra oferta pública de adquisición sobre los mismos valores a los que se dirige aquella. Para esta primera oferta, la competidora es un hecho nuevo que la afecta, puesto que transforma su naturaleza y la atrae hacia disposiciones específicas y propias de esa concurrencia. Serán ofertas competidoras aquellas que dan lugar a una competencia de, al menos, dos ofertas sobre un mismo objeto y con idénticos destinatarios. Como luego veremos, las competidoras suponen la concreción de algunos de los principios inspiradores de la disciplina legal de las OPAs. El objeto de este trabajo es hacer referencia a algunos de los criterios principales en el régimen vigente de esa figura.

III La evolución normativa del régimen de las OPAS competidoras

Precisamente por la conexión que cabe establecer entre las ofertas competidoras y los principios del régimen las OPAs, debe destacarse el constante reconocimiento histórico de la figura en la sucesión de disposiciones aplicables. En las sucesivas fases de la reglamentación se observa la lógica influencia de la experiencia previa. Un reconocimiento que ya se produjo en la fase previa a la Ley del mercado de valores (LMV), en la que los distintos reglamentos aprobados al respecto en 1980 y en 1984 tuvieron en cuenta la posibilidad de ofertas competidoras (Zurita, 1981, pp. 758-759). Lo mismo sucedió con el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio (Cárdenas, 1993, p. 139 y ss. y Sánchez-Calero, J., 1993, p. 588 y ss.) que fue modificado, precisamente y entre otros aspectos, introduciendo algunos de los principios del sistema actual de las ofertas competidoras (los cambios fueron introducidos por medio del R.D. 432/2003, de 11 de abril; una valoración crítica de la reforma la realiza Sáez Lacave, 2003, pp. 44-47).

Bajo la LMV, la referencia a las ofertas competidoras aparecía, junto a otros muchos asuntos propios de la regulación que estudiamos, como materia encomendada al desarrollo reglamentario. El vigente Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores («LMV») encomienda en su artículo 133.4 que el régimen de las ofertas públicas de adquisición comprenda, entre otros muchos extremos, *«las posibles ofertas competidoras»*.

Es conocido que ese encargo ya se había cumplimentado por medio del Real Decreto 1066/2007 que sustituyó y derogó al previo Real Decreto 1197/1991, y que refleja en la materia analizada una razonable y comprensible similitud en el esquema de la reglamentación de las ofertas competidoras. Mientras que de ellas se ocupaban los artículos 31 a 36 del R.D. 1197/1991, en el R.D. vigente las ofertas competidoras son delimitadas en los artículos 40 a 46 (sobre los mismos, v. por todo el cuidado comentario de Fernández de Araoz, 2009, p. 803 y ss.). Como sucedió con la disciplina que fue derogada, los vigentes preceptos acogen cambios en la reglamentación que incorporan la experiencia registrada en nuestros mercados en relación a algunas OPAs competidoras, que aunque no constituyan una experiencia intensa desde el punto de vista del número de operaciones o de su culminación, sí constituyeron una experiencia cualitativa por la relevancia que algunas de esas ofertas han tenido en el histórico funcionamiento de nuestro mercado de control societario. Procede reiterar que la bibliografía existente con relación a la regulación precedente mantiene en su mayor parte plena validez con respecto a la legislación vigente.

No puede omitirse en esta referencia normativa el hecho de que el R. D. 1066/2007 supuso la adaptación de nuestra legislación a la Directiva 2004/25/CE. Dentro de ella, su considerando 22 hablaba de la necesidad de que los Estados miembros establecieran normas que *«contemplen la posibilidad de ofertas competidoras por los valores de una sociedad»*. Al propio tiempo, el artículo 13.c) de la Directiva se proyecta en las disposiciones españolas actualmente en vigor, tanto en el orden reglamentario, como en el ya citado artículo 133.4 LMV.

La reseña de la evolución reglamentaria no supone una mera descripción de las sucesivas aproximaciones a la figura estudiada sino que permite apuntar algo más. Se trata de la voluntad legislativa de aprender de la experiencia (Conde/González, 2010, p.

558) y corregir lo que cabe enunciar como la que en alguna ocasión pudo considerarse como una utilización indeseable de la OPA competidora o de figuras cercanas (me refiero a la promesa de una oferta futura: por todos, v. García de Enterría, J., 1999, p. 118 y ss.). Esta es la que provocó la que calificué como contradicción notable y grave entre la función de esa categoría de ofertas y los efectos de su práctica utilización (un problema general de los mercados de control: v. Estevan, 2002, p. 173). Antes que un beneficio concreto para los accionistas, la presentación de una OPA competidora respondía a una intención obstaculizadora de las previas ofertas que, de tener éxito, podía terminar en una defraudación completa de las expectativas de los accionistas ante la retirada de todas las ofertas, incluida aquella competidora (Sánchez-Calero, J., 1993, pp. 590-592 y bibliografía allí recogida).

La regulación de las OPAs competidoras constituye una normativa especial, puesto que los artículos 40 a 46 del R.D. 1066/2007 integran una respuesta singular ante un concreto tipo de OPA, aunque la propia literalidad de las disposiciones reglamentarias señala que tal especialidad puede proclamarse de una concreta oferta (cfr. artículos 41 y 42) o del conjunto de ofertas concurrentes (cfr. artículos 43 a 45). El conjunto de tal reglamentación especial reproduce el contenido heterogéneo de la normativa de las OPAs, en la medida en que combina cuestiones de contenido de la oferta (art. 42), con una mayoría de disposiciones procedimentales (v., por ejemplo, los artículos 41 y 43 a 45), complementadas con normas de contenido esencialmente corporativo (art. 46). Por las razones que se desarrollaban en la introducción y que se detallan en el apartado siguiente, nos encontramos ante una figura interesante desde el punto de vista teórico, en especial si se contempla como una expresión de la propia finalidad de la regulación de las OPAs, pero que no se ha traducido por el momento en una completa realidad. Ello justifica que la atención de estas páginas se concentre en aspectos particulares de la regulación especial de las OPAs competidoras y, de forma destacada, en sus principales aspectos jurídico-corporativos.

Porque, buscando de nuevo una coherencia con las ideas que abren esta contribución, en las OPAs competidoras se ilustra la necesidad de combinar un procedimiento en el mercado con un comportamiento en la sociedad y en sus administradores, en la particular relación con todos los posibles competidores. Una combinación presente en las sucesivas regulaciones, aunque su expresión haya ido ganando mayor precisión.

IV Un apunte empírico

Si nos adentramos en el escenario real en el que se han desarrollado las OPAs competidoras en el mercado español, nos encontramos ante escasas operaciones que, sin embargo, no han carecido de importancia jurídica y empresarial. Maticemos que la escasez de OPAs competidoras es relativa, pues no se puede desvincular de la propia falta de una intensa actividad en materia de OPAs en los mercados españoles. No cabe duda, sin embargo, que si atendemos a la información disponible, las OPAs competidoras destacan como escenarios bursátiles con un resultado beneficioso para los accionistas de la sociedad afectada.

Para ilustrar las anteriores observaciones procede comenzar recordando que desde la entrada en vigor del vigente Reglamento (13 de agosto de 2007) y hasta octubre de 2018 se habían autorizado 63 OPAs. De ellas, sólo las acciones de dos sociedades fueron objeto de

OPAs competidoras. Así sucedió, en primer lugar, sobre las de Realia Business, S.A. Se presentó una oferta inicial de Hispania Real Socimi, S.A.U. (autorizada en marzo de 2015) y una posterior de Inmobiliaria Carso, S.A. de C.V. (autorizada en junio de 2015). Hispania acordó desistir de su oferta al no tener intención de mejorar la OPA competidora.

En fecha posterior, sobre las acciones de Abertis Infraestructuras, S.A. presentó una primera oferta Atlantia S.p.A. (autorizada en octubre de 2017) y una segunda de Hochtief AG (autorizada en marzo de 2018). Un acuerdo entre ambas partes oferentes para una inversión conjunta en Abertis implicó el desistimiento de la primera oferta.

En los casos examinados, aunque no llegara a producirse la tramitación completa de las OPAs competidoras –en especial por no llegarse a la fase de presentación de «sobres» que contempla el artículo 45 del R.D. 1066/2007- la presentación de tales ofertas supuso una notable elevación del precio por acción ofrecido a los accionistas si se considera la fecha previa a la presentación de la primera OPA y la liquidación de la OPA que resultó finalmente aceptada.

La experiencia señalada quizás reabra la conveniencia de analizar la influencia que la regulación pueda tener en ese desenlace, que implica una huida del procedimiento legal diseñado (de nuevo cabe recordar la crítica de Sáez Lacave, 2003, pp. 46-47), en favor de un convenio entre los competidores.

La realidad expuesta deja un resultado contundente: desde la entrada en vigor de la actual reglamentación no se ha completado el procedimiento diseñado para las OPAs competidoras. No puede negarse su iniciación, como tampoco que no se produjo en alguna de ellas la compleción del procedimiento competitivo. De manera que puede afirmarse que han sido contadas las OPAs competidoras porque, al fin y al cabo, con tal condición se han iniciado. Sin embargo, también puede adoptarse una perspectiva distinta atendiendo al resultado de esas operaciones y afirmar que han sido inexistentes las OPAs concurrentes puesto que, tras su presentación, el desistimiento de los oferentes provocó la terminación anticipada del proceso y la pervivencia de una única oferta. Cualquiera de ambas aproximaciones implica un reconocimiento de la autonomía que la regulación autoriza a los oferentes, de manera que serán sus decisiones las que en última instancia determinen la tramitación completa o la terminación anticipada de la competición de ofertas. Estamos por lo tanto ante un reglamento que así como obliga a los competidores a ajustar su pugna a las disposiciones legales, no contempla la tramitación de OPAs competidoras como una situación irreversible a partir de su presentación, sino como una circunstancia que puede alterarse en virtud de acuerdos entre los oferentes que confluyen en una única OPA, o ante la unilateral actuación de uno de ellos que al desistir de su oferta hace desaparecer la coincidencia de OPAs como supuesto determinante para su tramitación.

V La finalidad esencial de las opas competidoras

En el planteamiento normativo, las OPAs competidoras deben ser el cauce a través del que canalizar la pugna por el control de una sociedad cotizada. Imponer ese procedimiento implica la tutela especial para los accionistas que, como se explicó anteriormente, deben ser los grandes beneficiarios de esa concurrencia (sobre los intereses implícitos en las OPAs competidoras, v. por todos Sánchez Calero, F. 2009, p. 557 y ss.).

La favorable predisposición que se refleja en el análisis de estudio de las OPAs competidoras cabe presumir que obedece a la consideración de que pocas situaciones reflejan de una manera más evidente la primacía de los intereses de los accionistas, de

un lado, y la traslación a los mercados de valores de la pugna por el control de una sociedad que se pueda plantear en el plano industrial o productivo, de otro. Late en el hecho de la cotización de acciones de una sociedad una competencia entre todos aquellos interesados en participar en su capital social. Una competencia que se traducirá en la obligación de formular una OPA por aquel competidor que decida superar el porcentaje que decida alcanzar una participación de control (conforme al artículo 4 RD 1066/2007). La existencia de una OPA competidora con aquella implica una abierta y renovada competencia dentro del propio mercado de valores y de control. Los beneficiarios de esa nueva situación siguen siendo los accionistas cuyo pronunciamiento pasa desde el derecho de aceptación a un derecho de opción o de elección. Es un escenario que abunda en la deseable solución que implica confiar a los accionistas la decisión sobre el control de la sociedad en la que participan (v. Alfaro, 2010, p. 484).

Esa contemplación benévola de las OPAs competidoras no está reñida con algunas reflexiones basadas en la experiencia y que alertan del riesgo de que la concurrencia de OPAs no responda tanto a la voluntad de tutelar los intereses de todos los accionistas, cuanto a la intención de perturbar ofertas precedentes. Al igual que convendrá apuntar que la elevación de la pugna por el control que implica la concurrencia de OPAs supone descartar por completo aquellos intereses que pudieran estar especialmente vinculados con la continuidad de la sociedad afectada. Una continuidad que puede verse cuestionada por OPAs competidoras y con un contenido agresivo en las que la mayor retribución al accionista conlleva propuestas que de una u otra forma suponen o la desaparición de la sociedad afectada (por ejemplo, por su absorción posterior a la OPA) o la reducción sustancial de sus activos y de su actividad.

VI Las ofertas competidoras y la posición de los administradores de la sociedad afectada

Uno de los lugares en los que aflora el criterio normativo favorable a la concurrencia de ofertas públicas es el capítulo VI del RD 1066/2007 que delimita las defensas posibles frente a una OPA. El artículo 28 del citado Reglamento formula el conocido «*deber de pasividad*» que vincula, entre otros, a los administradores de la sociedad afectada, a los que no se les permite emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de una OPA que ya hubiere sido anunciada. Destaca en la redacción general de ese deber que ya en la formulación general de su alcance se diga que encuentra la «*excepción de la búsqueda de otras ofertas*» (art. 28.1) y que cuando se enuncian expresamente las actuaciones que no quedan sujetas a la limitación de la actuación de los administradores prevista en el propio precepto se reitere como primera posibilidad «*la búsqueda de ofertas competidoras*» [art. 28.3 a)]. Se advierte así la posición normativa favorable a un funcionamiento efectivo del mercado de control no solo por la afluencia voluntaria de uno o más oferentes extraños a la sociedad, sino contando con que desde el seno de la propia sociedad afectada se impulsen una o más ofertas que se traduzcan en una competencia que terminará favoreciendo los intereses de los accionistas.

Tal autorización expresa encuentra en el mismo lugar otra prescripción puesto que siendo admisible que los administradores promuevan ofertas competidoras, no lo será si ello implica el alineamiento o privilegio de este nuevo oferente frente a los que ya hubieren formulado una OPA o puedan llegar a hacerlo. Entra en juego un principio

que, como luego veremos, detalla el artículo 46 R.D. 1066/2007 y que cabe enunciar como el de la igualdad informativa: todos los potenciales oferentes deberán recibir de la sociedad afectada la misma información.

El reconocimiento a los administradores de la posibilidad de buscar nuevas ofertas que compitan con otra que ya se ha presentado tiene un antecedente directo y de atención obligada en la Directiva europea. Se abandonó así la «prohibición tácita» que respecto a esa actuación se entendía que incluía la «*Limitación de la actuación del órgano de administración de la Sociedad afectada y de las de su grupo*» que enunciaba el artículo 14 del derogado R.D. 1197/1991 y que se burlaba, en la práctica, por medio de la formulación de ofertas simultáneas (me remito a Sánchez-Calero, J., 1993, pp. 595-597 y la bibliografía allí citada).

El reconocimiento actual de dicha posibilidad de búsqueda en el mismo precepto donde se enuncia y precisa el deber de pasividad o neutralidad de los administradores de la sociedad afectada, así como el lenguaje reglamentario pueden llevar a entender que la búsqueda de un nuevo oferente es una excepción a ese deber legal (Garrido, 2010, p. 503). Sin embargo, se ha sostenido que no estamos ante una excepción del deber de pasividad, en sentido propio, sino ante una hipótesis de actuación que enlaza con el objetivo general de tutela de los accionistas, que es la inspiración fundamental de la normativa que analizamos (v. *supra* V). Nula objeción puede merecer que los administradores actúen en una dirección que, cualquiera que sea el resultado de su gestión, estará orientada de manera indiscutible a favorecer la posición de los accionistas (García de Enterría, 2009, pp. 649-650).

Precisamente, esa clara conexión entre la búsqueda de nuevas ofertas competidoras y el interés de los accionistas puede terminar conduciendo a considerar que estamos ante una actuación obligada de esos mismos administradores. En la medida en que la presentación de nuevas ofertas se va a traducir, cuando menos, en un incremento del precio ofertado, aparece un fácil argumento que traducirá la aplicación de los deberes de diligencia y lealtad en la exigencia a los administradores para que, tan pronto como se hubiere presentado una OPA inicial, se embarquen en esa dirección favorable a la competencia y que debe desplegar sus efectos económicos benéficos para los accionistas. No parece, sin embargo, que tal conclusión sea asumible con carácter general.

La valoración de la conducta de los administradores va a estar absolutamente vinculada, en primer lugar, con las condiciones de la OPA inicial. No ya porque su eventual formulación «amistosa» sea la consecuencia del apoyo e implicación de los administradores en una operación que consideran buena para los accionistas –por la ganancia que implica el precio ofrecido– y para los demás intereses vinculados con la marcha de la sociedad una vez consumado el cambio de control. Puede suceder que la eventual OPA competidora acompañe la mejora en el precio con otras condiciones que no resulten, en su opinión, las convenientes para el futuro de la sociedad.

Especial interés tiene el supuesto de OPAs de las que se dice que ponen en cuestión la continuidad de la sociedad afectada, normalmente porque el triunfo de la oferta termine suponiendo la absorción de dicha sociedad o el reparto de sus activos dentro del grupo de la oferente. No faltan voces que proclaman que en ese supuesto existe un deber de promover posibles OPAs competidoras a cargo de los

administradores de dicha sociedad (GARCÍA DE ENTERRÍA, J., 2009, p. 651 y autores citados en nota 64). Alguna duda abona la dificultad entre la diligente búsqueda en ese marco de OPAs alternativas a la que afecta a la viabilidad de la sociedad y una implicación en esa respuesta de los administradores que resulte difícil de conciliar con la neutralidad que cabe requerir de ellos con respecto a las ofertas concurrentes.

En segundo término, los administradores no pueden desconocer que toda OPA presenta una razonable complejidad dada la variedad de intereses afectados. Lo que para los accionistas puede implicar una prima atractiva, para otros grupos de interés puede aparecer como decepcionante. Promover una oferta concurrente puede dar lugar a un reproche hacia los administradores por alinearse con determinados intereses en contra de otros.

VII La igualdad informativa entre oferentes

El artículo 46 del R. D. 1066/2007 se titula «*Igualdad informativa* » y es una de las disposiciones que dentro del Reglamento tienen un manifiesto contenido societario (sobre todo con respecto a la conducta de los administradores), a la vez que constituye un presupuesto contractual igualmente nítido. Su adopción novedosa (sin precedente en la reglamentación anterior), aborda un aspecto delicado y relevante de la relación entre la sociedad afectada y los potenciales oferentes y se inspira en la regulación más contrastada (Sánchez Calero, F., y las referencias al *City Code*).

En general, los mercados de valores son mercados de información. De ahí la preocupación por impedir privilegios entre los inversores y la imposición de deberes informativos que, en síntesis, reclaman facilitar toda información relevante a través de cauces establecidos y de acceso abierto, al igual que abstenerse de un uso ventajoso de esa información. Lanzar una OPA es el resultado de un cuidado estudio de una amplia información. Cuando son varios los oferentes, la atención normativa se vuelve hacia la posición informativa en la que se encuentran y en la que se sitúan todos y cada uno de los competidores, que deben merecer un tratamiento paritario (v. Conde/González, 2010, pp. 572-573).

1. La justificación del principio

Formula ese precepto un mandato a la sociedad que ha sido objeto de una OPA y que puede serlo de otras ofertas competidoras. Se la ordena «*garantizar que existe igualdad informativa entre los oferentes competidores* ». Esa garantía responde a una concreta finalidad: contribuir a la correcta formulación de ofertas competidoras. Toda competencia reclama para su efectividad una situación de igualdad entre los actores. El caso de las operaciones corporativas consistentes en intentar la adquisición de la mayoría del capital de una sociedad cotizada convierte la información sobre los más variados aspectos de esta sociedad en el elemento decisivo para la formulación de cualquier oferta. Al margen de que los potenciales oferentes hayan podido recopilar una abundante información societaria a partir de la publicidad obligada de tantos aspectos de toda sociedad cotizada y que, además, hubieran podido acceder a información adicional desde su previa condición de accionistas de esa misma sociedad (cfr. el principio de igualdad de trato que formula el art. 97 LSC), el escenario de una posible competencia de OPAs delimita esa igualdad informativa desde principios propios y comprensibles.

Todos los que participan en dicha contienda deben disponer de la misma información o, al menos, tener reconocida la posibilidad de acceder a esa misma información. La igualdad radica, en efecto, en esa misma disponibilidad para todos los oferentes. La sociedad afectada por la OPA diseñará una concreta información que cualquier oferente podrá solicitar. Pero lo que marca el contenido de esa información y de la consiguiente igualdad depende de dos circunstancias que presentan una evidente conexión. La primera es la solicitud que haya podido realizar el oferente. La segunda es la información facilitada a los demás. Este criterio admite una doble interpretación: hacia el pasado, implica que al nuevo solicitante se le podrá facilitar lo que a otros ya se entregó. Hacia el futuro aparece la conexión antes apuntada, puesto que el hecho de que un posterior oferente solicite información específica que hasta entonces no se había entregado a los otros oferentes provocará que, al atenderse esa solicitud, la sociedad debiera poner tal información a disposición de los restantes oferentes.

En cualquier caso, estamos ante un deber de prestación continua. No se agota en el momento de iniciación de la OPA, sino que permanece a lo largo de la pendencia de la competencia entre dos o más competidoras. El proceso puede alargarse y en cualquier estadio sigue vigente la igualdad informativa, de forma que si en cualquier momento alguno de los oferentes accede a nueva información, procede reconocer a los demás oferentes la posibilidad de disponer de ella con independencia del momento en que se encuentra el proceso.

2. La titularidad del deber informativo

Téngase en cuenta que la igualdad informativa es un resultado que se encomienda a la propia sociedad afectada. Ésta debe garantizar tal paridad, lo que señala que estamos ante un deber activo, en el que la sociedad que conoce las solicitudes que hacen cada uno de los oferentes será la obligada a equilibrar la respuesta dada a cada uno de ellos de manera que se satisfaga la igualdad demandada por el legislador. No cabe convertir las omisiones de uno de los oferentes en la justificación de la sociedad para su falta de actuación equilibradora y que éste se vea situado en una posición informativa inferior.

Es claro que estamos ante una obligación de la sociedad afectada y que los encargados de dar cumplimiento de su obligación son sus administradores. Es un deber que no es sencillo tanto por la prestación que se espera de la sociedad como por la contraposición entre los intereses de los beneficiarios de esa potencial información y los de la propia sociedad. No estamos ante un mero deber de respuesta, sino ante un deber que reclama un procedimiento de organización de relativa complejidad. Dar cumplimiento al precepto analizado reclama una conducta específica de sus administradores, respetuosa con los deberes legales que les afectan.

En el marco de una OPA sobre la sociedad administrada, la entrega de información sobre ésta a potenciales oferentes es una situación compleja, en la que la actuación de los administradores deberá atender, en primer lugar, a un criterio de diligencia ajustada a esa situación. Los procedimientos a seguir cuentan con referencias válidas en cuanto a la preparación de la información, a la forma de entregarla o permitir el acceso a la misma (v.gr., mediante un *data room* o mecanismo similar) y actos parecidos, en los que puede estar plenamente justificada la contratación de asesores a tal efecto (art. 226 LSC).

En segundo término, los administradores de la sociedad afectada deben tener presente la vigencia del deber de lealtad. Ha de recordarse que una de las obligaciones básicas que se formulan a partir de este deber es la de guardar secreto [art. 228, b) LSC], lo que puede llevar a aquellos a considerar que la defensa del interés social debe primar sobre el reconocimiento del derecho de potenciales o actuales oferentes para que se atiendan sus requerimientos de información amparados en el artículo 46 R.D. 1066/2007. Nos encontramos ante uno de los aspectos más delicados de la aplicación de este precepto. Se ha sostenido que la aportación de información por los administradores en el escenario de competencia de OPAs, siendo alguna de ellas el resultado de la búsqueda por los propios administradores que legitima el artículo 28.3 R.D. 1066/2007, está lejos de constituir una obligación, siendo más bien una facultad de los administradores (Sánchez Calero, F., 2009, pp. 570-571). Conclusión que puede ser matizada cuando la entrega de la información viene solicitada por un potencial oferente al amparo del precepto que analizamos en este apartado. Mas no cabe ignorar que esa entrega de la información solicitada sitúa a los administradores entre la atención a la igualdad informativa que establece la regulación de las OPAs y el eventual reproche por un comportamiento desleal cuando se considere por los accionistas que su actuación ha permitido el acceso a información confidencial de la sociedad. Ante ese dilema, cobran importancia las precisiones que se adoptan en cuanto al oferente (art. 46.2) y las condiciones que el propio Reglamento adopta en el artículo 46.3.

La igualdad que se exige a la sociedad afecta a sus administradores. Suele decirse que de estos se espera una actuación neutral, entendida como un tratamiento paritario a todos los oferentes o potenciales oferentes. Ahora bien, si ser neutral implica no participar en las ofertas en conflicto, esto puede cuestionarse si se recuerda que es lícito que esos mismos administradores promuevan ofertas competidoras [art. 28.3, a) R.D. 1066/2007], lo que sin duda implica que en ese contacto con potenciales oferentes, los administradores pondrán a disposición de éstos información suficiente para incentivar y justificar su entrada en liza por el control de la sociedad objeto de la competencia de OPAs. Esa paradoja la resuelven los preceptos mencionados al expresar la compatibilidad entre la iniciativa de los administradores en la búsqueda de nuevas OPAs sobre las acciones de la sociedad que gestionan y la obligación de facilitar la misma información a todos los oferentes. Lo que debe ser asumido por los administradores, que deberán ser conscientes de la prohibición a abonar privilegios o ventajas informativos por su vinculación con alguna de las OPAs competidoras, aceptando que toda información facilitada al amparo de la iniciativa que autoriza el artículo 28 deberá ser también distribuida obedeciendo el mandato de igualdad cuya garantía les impone, en su condición de representantes de la sociedad, el artículo 46 R.D. 1066/2007.

3. Los destinatarios de la información

El loable propósito que anima la igualdad informativa encuentra para su traducción práctica o efectiva algunas dificultades en la aplicación de algunas de las condiciones incluidas en el mismo artículo 46 R.D. 1066/2007. Unas condiciones que han llevado a dudar de la propia efectividad del mandato legal, dada la incertidumbre que las acompaña.

En el orden subjetivo nos encontramos con la proclamación de que la puesta a disposición debe hacerse en beneficio de todo oferente o potencial oferente de buena fe. El primer supuesto no plantea dudas puesto que identifica como beneficiarios del

principio de igualdad informativa a todos aquellos autores de una OPA competidora, con independencia de cuál sea el estado de su tramitación. Bastará con que se trate del autor de una OPA competidora que cumpla los requisitos que en cuanto a su presentación enuncia el artículo 42.1 R.D. 1066/2007. La incertidumbre viene de la referencia a los potenciales oferentes y a la exigencia de que lo sean de buena fe. Esa condición potencial o eventual está revestida de imprecisión, pues lo mismo puede atribuírsela quien anuncia su intención futura de formular una OPA competidora, que quien efectivamente puede ir más allá de ese anuncio y evidenciar que ha desplegado una labor de preparación de su OPA que reviste de verosimilitud el citado anuncio. En todo caso, los administradores que deben atender ese deber de información pueden cuestionar la seriedad o efectividad de las intenciones de cualquiera de esos sujetos y albergar el lógico recelo ante la simple invocación de una futura oferta competidora como fácil cauce para acceder a información confidencial de la sociedad objeto de la oferta previsible. Para conjurar la posibilidad de abusos o incluso fraudes al amparo del artículo 46, éste se refiere al potencial oferente que actúa de buena fe, es decir, quien realmente se ha planteado la posibilidad de lanzar una OPA competidora y solicita la información con ese objetivo, con disposición a no utilizar la información para cualquier fin distinto.

Los administradores podrán adoptar cautelas en cuanto al procedimiento de difusión de la información pero no podrán hacerlo mediante la condición que obliga a formular efectivamente la OPA. Dicho de otra forma, no cabe condicionar el acceso a la información a la previa asunción de un compromiso de competir por medio de una oferta efectiva, asumiendo además un deber de indemnizar si tal OPA no llegara a presentarse.

4. Las condiciones de la entrega de información

No es tampoco un ejemplo de certidumbre la sumisión de la entrega de información a un concreto y exclusivo fin. Dice el artículo 46.3 R.D. 1066/2007 que la información se entregará incluyendo la condición de su empleo al objeto de formular una OPA. Se trata de dos acciones correspondientes a sujetos distintos. La primera compete a los administradores de la sociedad objeto de la futura oferta, mientras que la aplicación de la información al citado fin afecta al oferente. Claro está que esto último implica un criterio valorativo también para que los administradores que deben facilitar la información ponderen si lo que se le solicita es pertinente para la finalidad que el reglamento señala. Mas esta apreciación tiene un escaso margen para la discreción en la medida en que esa misma información debe entregarse porque ya ha sido obtenida o facilitada a otros oferentes. Escaso fundamento puede tener alegar frente a un requirente de información que un concreto dato se aleja de esa finalidad cuando en su momento ya fue facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes.

Las condiciones normativas son en todo caso claras al vincular la información con la formulación de la OPA competidora. Adviértase que se contempla por el artículo 46.3 R.D. 1066/2007 *«su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición y a que la información sea necesaria para la formulación de la oferta»*. Ambas condiciones son coincidentes al establecer esa finalidad de la solicitud de la información y de su entrega con la formulación de la oferta. El criterio aplicado es distinto. Desde un punto de vista subjetivo, la norma presume que el solicitante pide la información animado por el propósito de formular su oferta. En ello radica la buena fe del potencial

oferente, que desaparece allí donde la petición de información no esté realmente animada por concurrir a la pugna por el control de la sociedad afectada, sino por la intención de conocer determinados aspectos confidenciales de su actividad u organización. Se conecta así con la condición final que, al hablar de la necesidad de la información a los efectos de presentar una oferta, se traslada al ámbito objetivo y facilita así la respuesta que pueden dar los administradores de la sociedad afectada.

Tal respuesta no es sencilla si debe atender a la intención del solicitante. No cabe partir de que la tutela y garantía de la solicitud de información que ampara el artículo 46 R.D. 1066/2007 se justifica porque quien recurre a ella queda obligado a formular o mantener su OPA. No existe tal deber, ni puede siquiera establecerse dentro de un pacto entre la sociedad afectada y el oferente, actual o eventual. De ahí que los administradores que reciben una solicitud de información tienen que llevar a efecto un análisis de intenciones, lo que en algún caso puede ser complejo. Pueden cuestionar la intención de hacer una OPA a la vista de la capacidad patrimonial del solicitante de información, de forma que tenga una predisposición negativa a atender esa solicitud. Cuando la situación es la opuesta –la potencial oferente presenta una incuestionable capacidad para adquirir el control- no cabe descartar que la solicitud y posterior obtención de información lleve a descartar la formulación de una OPA. Se evidencia así lo difícil que resulta para los administradores de la sociedad afectada decidir en atención a la intención de un tercero.

El carácter necesario de la información para formular una oferta autoriza a los administradores requeridos una conducta más certera. En primer lugar, partiendo de sus propios actos, si los administradores permitieron que un oferente recibiera concreta información al preparar su OPA, la necesidad de esa información a los efectos legalmente previstos ya no podrá ser discutida frente a otros oferentes. En segundo lugar, los administradores podrán valorar la necesidad como utilidad de la información. Es visto que una OPA es una oferta por el control de una sociedad cotizada y que en su formulación el precio por acción es el término esencial. Dado que el precio tiene en la cotización su referencia primordial y que en ese valor o índice influyen los hechos y las previsiones más variadas, pudiera justificarse una solicitud amplísima de información. Valorar esa solicitud tampoco es tan sencillo. Primero porque debe partirse de que no todos los oferentes se encuentran en una situación de paridad absoluta de partida. Alguno puede haber avanzado en el conocimiento de la situación, patrimonio y actividad futura de la sociedad afectada en la fase previa y prolongada de la preparación de una OPA, mientras que otro oferente puede expresar su interés particular por determinada información concreta que no fue solicitada por los oferentes precedentes. Esas y otras hipótesis imaginables conducen a admitir que cuando los administradores consideran cuestionable la solicitud recibida de alguno de los oferentes o potenciales oferentes, traten de obtener una adecuada justificación de tal solicitud y decidir así una vez conocida su motivación (como señala Fernández de Araoz, 2009, p. 946).

Cualquiera de las condiciones reglamentarias no puede ser objeto de una aplicación desviada. Tal acontecerá allí donde sea esgrimida alguna de esas condiciones de una manera contraria a la finalidad de la norma que se sintetiza en la exigencia de que la información y su difusión se integran en la existencia de OPAs competidoras y que ello respete la paridad de trato de los oferentes o potenciales oferentes.

5. La garantía de la confidencialidad

La ley al igual que fórmula ese deber, reconoce algunas salvaguardas a su cumplimiento. El artículo 46.3 dice que la entrega de la información puede condicionarse a la garantía del tratamiento confidencial de la misma.

La garantía de la debida confidencialidad aboca a los administradores de la sociedad afectada a una actuación necesaria y precisa, pues no en vano existe una extensa práctica convencional en tal sentido (Fernández de Araoz, 2009, p. 947). Bastará con someter la entrega de información a la previa suscripción por el solicitante de un compromiso de compatibilidad adecuado al contenido de lo que se entrega y a la ya señalada finalidad de la misma. Ello lleva aparejadas cláusulas de responsabilidad de indemnización destinadas a disuadir de un uso desleal de la información y también de cláusulas de destrucción o devolución de la información una vez que termina el proceso de OPAs o, sencillamente, que el destinatario de esa información decide no formular una OPA o desistir de su oferta ya presentada

6. La supervisión del cumplimiento del deber de informar

Teniendo en cuenta el carácter relevante que el deber de información a cargo de la sociedad afectada cobra dentro del régimen de las ofertas competidoras, cabe cuestionar si la inobservancia de ese deber puede dar lugar a la aplicación del régimen sancionador. La CNMV, dentro de sus funciones de velar por el buen funcionamiento del mercado de OPAs (art. 17 LMV), puede corregir el incumplimiento total o parcial del deber de información por parte de la sociedad afectada. Ello sin olvidar que conforme al artículo 49 del RD 1066/2007, la sociedad afectada está sometida al régimen de supervisión y, por tanto, a eventuales sanciones derivadas de las que aquí caben enunciar como infracciones informativas (cfr. las que se enuncian en relación con una OPA por el artículo 280 LMV).

7. La responsabilidad por el incumplimiento de ese deber o por su cumplimiento negligente

Otro de los ámbitos de responsabilidad que los administradores no pueden ignorar es el societario. La información puesta a disposición de los oferentes o potenciales oferentes en cumplimiento del artículo 46 R.D. 1066/2007 será analizada por los accionistas, tanto desde el punto de vista de su pertinencia como de su justificación y empleo. La valoración de la actuación de los administradores se hará desde el punto de vista de su adecuación a los deberes legales afectados, de manera que se revisarán los procedimientos seguidos y que se vinculan con un desempeño diligente, así como la lealtad aplicada, que se ponderará desde la tutela del interés social en relación con ese episodio.

La diligencia de los administradores se habrá observado en el seguimiento de procesos de preparación y puesta a disposición de la información que concilie el cumplimiento de lo exigido por el artículo 46 R.D. 1066/2007 con procesos de confidencialidad y de aplicación correcta de la información. En cuanto a la vigencia del deber de lealtad procede detenerse en el supuesto de una utilización post OPA de la información por alguno de los participantes –potenciales o efectivos- en las ofertas concurrentes. En principio, esa actuación sería irregular pero no implica, sin más, una responsabilidad de los administradores de la sociedad objeto de la oferta. Reiteremos

que la entrega de la información que llevaron a cabo supuso cumplir un deber reglamentario de la sociedad. La utilización irregular de la información implicaría una doble infracción de ese reglamento por parte de quien la recibió: de la confidencialidad debida y del uso exclusivo de la misma para formular una OPA competidora. Hechos ambos ajenos a los administradores de la sociedad afectada e irrelevantes como presupuesto de una acción de responsabilidad contra aquellos.

VIII Bibliografía

- AFARO ÁGUILA-REAL, J., «El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil», en AA.VV., *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, (coord. Juste Mencía, J. y Recalde Castells, A.), (Valencia 2010), p. 475 y ss.
- AA.VV., *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, (dir. García de Enterría, J. y Zurita y Sáenz de Navarrete), (Cizur Menor 2009).
- DE CÁRDENAS SMITH, C. *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, (Cizur Menor 1993).
- CONDE VIÑUELAS, V./GONZALEZ MOSQUEIRA, P., «La reforma del régimen de ofertas competidoras», en AA.VV., *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, (coord. Juste Mencía, J. y Recalde Castells, A.), (Valencia 2010), p. 557 y ss.
- ESTEVEAN DE QUESADA, C., *Tomas de control y medidas defensivas. La compra de acciones propias como defensa*, (Cizur Menor 2002).
- GARCÍA ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, (Cizur Menor 1999).
- GARRIDO, J.M., «El deber de neutralidad», en AA.VV., *Derecho de OPAS. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, (coord. Juste Mencía, J. y Recalde Castells, A.), (Valencia 2010), p. 494 y ss.
- SÁEZ LACAVE, MARÍA ISABEL, «Una aproximación al Derecho de las OPAs competidoras (A propósito de una reforma reciente)», RDBB 92 (2003), p. 7 y ss.
- SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Cizur Menor 2009).
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Artículos 31 a 36», en AA.VV., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS). Comentario sistemático del Real Decreto 1.197/1991, t. 2* (Dir. SÁNCHEZ CALERO, F.), (Madrid 1993), págs. 585 a 650.
- IDEM, «El misterio de las opas: realidad, doctrina y regulación», en *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo* (coords. González Castilla/Marimón Durá/Ruiz Peris) Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia (Valencia, 2010) pp. 741-754.