

OPAs SOBRE ACCIONES PROPIAS

El concepto de Oferta Pública de Adquisición va unido a la operación societaria de “toma de control” o lo que se entiende con la expresión universal de “take over”, esto es, la regulación legal que se aplica cuando se produce un cambio de titularidad en un porcentaje significativo del capital social, con derecho a voto en una sociedad admitida a negociación en Bolsa.-

A partir de alcanzar determinado porcentaje del capital se entiende que ha habido un cambio en la ostentación del “poder” en esa sociedad emisora, ello desencadena, a través del régimen de OPAS una serie de efectos que implican hasta al mismo órgano de administración, el cual ve cercenada de una forma drástica su propia actuación, además de ello los requisitos de transparencia se elevan, y la supervisión sobre la contratación de los valores afectados se realiza de forma exhaustiva.-

Pero sobre todo, el efecto más contundente que se produce es que el interés de los accionistas minoritarios queda prácticamente blindado. Todos los accionistas con independencia de su participación tienen el derecho a vender a un precio equitativo.-

La prima de control, o “sobrepeso” que se paga cuando se adquiere un paquete de acciones, que puede dar lugar a conseguir la dirección del órgano de administración y por lo tanto el mando sobre toda la sociedad, se reparte entre todos los accionistas que accedan a transmitir sus valores.-

El interés jurídicamente protegido por el régimen de OPAS es el de salvaguardar los derechos de los accionistas minoritarios. Estos derechos no se circunscriben al supuesto mencionado o antonomástico caso del “take over” o “toma de control”, el ámbito de riesgo en el que los accionistas minoritarios pueden ver cercenados sus legítimos derechos puede derivar de decisiones de la propia sociedad, sin el concurso de un tercero ajeno a la emisora.-

Estos supuestos son los que voy a referir, y que aunque también radican dentro del régimen de OPAS, sus efectos no tienen el alcance mediático ni la repercusión pública de los “take over” (máxime si son hostiles), pero sus consecuencias económicas no son inferiores, y su problemática tampoco.-

Estos riesgos, son fundamentalmente el incumplimiento del trato paritario a los accionistas de la propia sociedad, y el de la pérdida del valor más importante de una inversión financiera, LA LIQUIDEZ. Ambas situaciones están previstas en el Régimen de OPAS , y son las que vamos a analizar a continuación.-

REDUCCIÓN DE CAPITAL MEDIANTE AMORTIZACIÓN DE ACCIONES PROPIAS.-

La obligación de formular una OPA en el caso de reducción de capital mediante amortización de acciones propias, no viene recogida ni en la Directiva 2004/25, ni en los reformados artículos 34 y 60 de la LMV, modificados por la Ley 6/2007, que transponía a nuestro derecho positivo, la mencionada Directiva de OPAS y la Directiva 2004/109/CE sobre los requisitos de transparencia para los emisores cuyos valores se admiten a un mercado regulado.-

El legislador ha establecido la mencionada obligación en el artículo 12 del actual RD 1066/2007 sobre el régimen de OPAS, cuyo precedente es el artículo 9 del derogado RD 1197/91, lo cual implica un desarrollo normativo de inferior rango jerárquico, a lo preceptuado en la Ley de Sociedades Anónimas Real Decreto Legislativo 1564/1989.-

El derogado RD 1197/91 establecía en su artículo 9 :

”Cuando la reducción del capital de una sociedad cotizada se realice mediante la compra por ésta de sus propias acciones para su amortización, será de aplicación, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el artículo 170 de la Ley de Sociedades Anónimas, lo establecido en el presente Real Decreto”.

El vigente RD 1066/2007, preceptúa en su artículo 12 :

1. Cuando la reducción del capital de una sociedad cotizada española se realice mediante la compra por ésta de sus propias acciones para su amortización, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el artículo 170 del Texto Refundido de la Ley de

Sociedades Anónimas, aprobado por Relegislativo 1564/1989, de 22 de Diciembre, deberá formularse una oferta pública de adquisición de acuerdo con lo establecido en este real decreto.

Si las acciones comprendidas en las declaraciones de aceptación hubiesen superado el límite máximo de la oferta, se aplicarán las reglas de distribución y prorrateo previstas en el artículo 38.

2. Cuando dicha compra se realice según lo previsto en el Reglamento (CE) N° 2273/2003 de la Comisión, de 22 de Diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros y no exceda del 10 por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad no será necesario formular una oferta pública de adquisición.

Como podemos comprobar, la redacción ha variado, la modificación más significativa es la correspondiente, a la introducción del calificativo de “española”, antes no se hacía mención a la nacionalidad de la sociedad, se aplicaba el artículo 9 a las sociedades cotizadas. Esta matización de la nacionalidad en la nueva regulación es lógica y coherente con el contenido de la Directiva 2004/25/CE artículo 4 apartado e) y, con lo estipulado en el propio artículo 1 del RD 1066/2007, precepto que desarrolla el contenido del artículo 60 número 1 de la LMV, con respecto al ámbito de aplicación, así el apartado c) del n° 3 del artículo 1 del RD 1066/2007, dice:

“En cuanto a la información que debe facilitarse al personal de la sociedad afectada y en los aspectos relativos al Derecho de Sociedades, en particular el porcentaje de derechos de voto que confiere el control y las excepciones a la obligación de formular una oferta así como las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender una acción que pueda perturbar el desarrollo de la oferta, las normas aplicables y la autoridad competente serán las del Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social”

En consecuencia el precepto normativo que estamos comentando, sólo es de aplicación, para las sociedades emisoras españolas, admitidas a negociación en un mercado regulado de la misma nacionalidad. Esto es, no se aplica, en los casos que el Régimen de OPAS español, sea el competente, pero la sociedad cotizada no tenga el domicilio social en España.-

Estamos ante el típico caso, que aunque es de aplicación la normativa del mercado de valores - se trata de sociedades emisoras admitidas a negociación -, la regulación del Derecho de Sociedades tiene una implicación sustancial, y es uno de los ejemplos más paradigmáticos donde se cruzan ambas regulaciones.-

En efecto, el derogado RD 1197/91 en su artículo 9, y el actual RD 1066/2007, en el artículo 12 hacen una mención expresa al artículo 170 de la Ley de Sociedades Anónimas casi con la misma redacción, “sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el artículo 170 de la LSA”.-

Esta expresión de aplicar, a la vez el régimen de OPAS y lo preceptuado en la LSA, dio y da lugar a interpretaciones varias, todo ello con el añadido de la diferente jerarquía de las normas en cuestión.-

No faltaron opiniones, que al aplicar el régimen de OPAS no era necesario cumplir todos los trámites del artículo 170 de la LSA, por ser redundantes. La última operación de esta naturaleza la realizó TUBOS REUNIDOS S.A., que cumplimentó ambas regulaciones, lo cual significa, un anuncio en el BORME, y en un periódico (Artículo 165 de la LSA,) otro anuncio en el BORME y en un periódico por lo establecido en el Artículo 170 de la LSA; un anuncio en cada Boletín de Cotización de Bolsa que en este caso eran las cuatro bolsas españolas, y en un periódico, conforme a lo preceptuado en el artículo 22 del RD 1066/2007. En total nueve anuncios para la misma operación financiera sin tener en cuenta los correspondientes a la convocatoria de Junta General de Accionistas y el artículo 171 del Reglamento del Registro Mercantil, que sigue mencionando periódicos en plural.-

Los dos preceptos tienen el mismo fin, garantizar el trato paritario de todos los accionistas, esto es se trata de evitar un tratamiento discriminatorio que no esté justificado por razones de interés general o societario. Todos los accionistas tienen derecho a la misma información, y a deshacer su participación en el capital social, con la misma compensación económica.-

Se trata de una de las modalidades de reducción de capital más “delicadas”, (sólo superada por la prevista en el número 3 del artículo 164 de la LSA, y por lo preceptuado en el propio artículo 170 2º párrafo del nº 1 que dice *”si el acuerdo de reducción hubiera de*

afectar solamente a una clase de acciones, deberá respetarse lo establecido en el artículo 148”), no se trata de una reducción del valor nominal, ó de una agrupación para un posterior canje, operaciones que afectan de forma universal a todos los accionistas, y se aplica -dicho de forma coloquial- de una manera automática a todos ellos, quedando su posición ante la sociedad, con la misma proporcionalidad en el capital social, que la que tenían con anterioridad a la reducción del capital social efectuada.-

La reducción del capital social prevista en el artículo 170 de la LSA, está orientada a una devolución de aportaciones, en que de alguna forma puede haber beneficiarios y perjudicados, bien porque el valor de la devolución pueda superar el importe de un valor razonable ó al contrario la contraprestación sea inferior a ese valor razonable.-

Ni el artículo 164, ni el 170 de la LSA, exigen el informe de un auditor externo nombrado por el Registro Mercantil que determina el valor razonable de las acciones de la sociedad, y sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores, como preceptúa el artículo 159 de la LSA para el caso de exclusión del derecho de suscripción preferente en una ampliación de capital.-

Además de lo señalado, el artículo 159 de la LSA, contempla el supuesto concreto de las sociedades cotizadas, estableciendo como principio general de valor razonable el del mercado “...y éste se presumirá, salvo que se justifique lo contrario, referido a su cotización bursátil”; aunque ese mismo precepto legal, permite realizar ampliaciones de capital a cualquier precio siempre que sea superior al valor neto patrimonial.-

Aunque el artículo 159 de la LSA no establece un principio general único, sí exige un informe elaborado por un auditor de cuentas externo, y determina una regulación especial para las sociedades cotizadas.-

Estas premisas sobre la valoración del precio no se dan en el artículo 170 de la LSA, por lo tanto entendemos acertado el exigir una OPA en este supuesto, no sólo por la mayor información que ese procedimiento conlleva, sino además por la tutela que se deriva de la necesidad de la autorización por parte del Regulador.-

El segundo párrafo del artículo 12 del RD 1066/2007, remite a su artículo 38 para el caso de que exista un exceso de aceptaciones sobre el número de acciones ofertadas estableciendo una norma de prorrateo bastante más sensata que la contenida en el artículo 170 de la LSA, esto es en el primer caso se reducen las ofrecidas por cada accionista en proporción al número de acciones comprendidas en su aceptación, y en el caso de la ley societaria, se reducen en proporción al número de acciones cuya titularidad ostente.-

EXCEPCIONES LOS SAFE HARBOURS Y OTROS SUPUESTOS DE NEGOCIACION CON ACCIONES PROPIAS.-

Es práctica habitual en las sociedades emisoras admitidas a negociación en Bolsa, el adquirir con los requisitos del artículo 75 y siguientes de la LSA, acciones en el mercado, para transcurrido un tiempo proceder a su amortización, sin tener que aplicar el artículo 170 de la LSA, ni en consecuencia tener que formular una OPA.-

Este procedimiento es del todo legal y legítimo, siempre y cuando se haga en base al interés societario, por ejemplo que el objetivo de la negociación con acciones propias sea el de coadyuvar a la obtención de una mayor liquidez del valor en cuestión, y que esta negociación con las propias acciones se realice a precios de mercado, y a través de procedimientos que eviten la manipulación del precio, y por supuesto con las debidas garantías que impliquen la no utilización de información privilegiada ni supongan un trato discriminatorio entre los accionistas.-

En este orden de cosas, entendemos que el N° 2 del artículo 12 del RD 1066/2007, resuelve una contradicción que existía en nuestro ordenamiento jurídico, con la entrada en vigor en el año 2003 del Reglamento europeo 2273/2003, esta norma jurídica preceptúa los denominados safe harbours, esto es aquellas negociaciones con autocartera que si cumplen con todos los requisitos del referido Reglamento están exentas de ser calificadas como de abuso de mercado.-

A la contradicción que nos referíamos es a que el primer supuesto de safe harbour, es el de los programas de recompra, en el que establece como requisito previo “..y su objetivo exclusivo será reducir el capital de un emisor (en valor ó en número de acciones)”. Esto es, la decisión de reducir capital está tomada desde el inicio de la actuación acordada, y

conforme a lo que hemos contemplado debería ser un supuesto del artículo 170 de la LSA, lo cual sería un contrasentido, que aplicando una norma garantista y exigente, con el objetivo claro entre otros de evitar un trato dispar a los accionistas, se le aplicase el RD de OPAS.-

Merece un comentario el artículo 164 de la LSA, que en su número 3 se permite una amortización directa de determinadas acciones, siempre y cuando se haya cumplimentado lo exigido por el artículo 148 de la propia ley societaria (votaciones separadas de acciones afectadas y no afectadas, con mayoría en ambas). Aquí no hay ninguna compra previa de las propias acciones, sino una amortización directa de unas ya elegidas. Se ha discutido si esta operación financiera era posible en valores admitidos a negociación en Bolsa, en principio siempre y cuando se realice con las debidas cautelas, información, y a precio de mercado no tiene por qué suponer una violación del trato paritario entre los accionistas, por ejemplo la operación efectuada por Antena 3 en Diciembre de 2006.-

Teniendo en cuenta, las referencias reiteradas que estamos haciendo a conceptos como OPAS, autocartera, reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, es menester hacer una mención al fenómeno conocido como GREEN MAIL (correo verde).-

El origen del término parece que proviene de la expresión inglesa BLACK MAIL (correo negro) cuyo significado es el de chantaje, en el mundo financiero negro es sustituido por verde, que es el color del billete norteamericano.-

Estamos en la situación, en la que un tercero, un inversor no deseado adquiere un paquete significativo del capital social de una sociedad admitida a negociación, y su intención no es la de permanecer en el accionariado, ni la de buscar una rentabilidad financiera ordinaria o normal, sino lo que busca es conseguir un sobreprecio en una posible confrontación por parte de un oferente hostil a la sociedad afectada, o que ésta le pague el precio para lograr su desaparición, en ese probable escenario de enfrentamiento entre intereses contrapuestos.-

También puede ocurrir, que la presencia de ese accionista indeseable suponga la realización de continuos requerimientos de información, amagos de impugnaciones de

acuerdos sociales, con el objetivo de atenuar la actuación del órgano de administración y por ende perjudicar el buen funcionamiento de la compañía.-

El interés societario puede justificar una recompra de estas acciones, siempre y cuando la sociedad emisora pueda soportar esa operación financiera, sin que sus consecuencias supongan un perjuicio inasumible y sobre todo que la operación se efectúe a precio de mercado. Con todos estos requisitos no se puede argüir que se haya quebrado el trato paritario de los accionistas, ya que la sociedad ha cumplido todos los requisitos societarios y del mercado de valores.-

En los demás casos, que se puedan plantear (sin cumplir todas las condiciones indicadas), tampoco se debe generalizar y deducir que serían supuestos de ruptura del trato paritario o incluso de abuso de mercado. No cabe más solución que sopesar y analizar las operaciones de forma individual, teniendo en cuenta todos los factores que intervengan, ya que normalmente se trata de operaciones muy complejas, en las que a veces es muy problemático deslindar de forma nítida y concisa el interés general o societario de la propia emisora con otros intereses.-

Por último, debemos de indicar -de forma enunciativa- la problemática del régimen aplicable sancionador en caso de quebrantamiento de lo ordenado por el ya tantas veces referido artículo 12 del RD 1066/2007. Está claro, la ineficacia sancionadora general prevista para los supuestos de incumplimiento del Régimen de OPAS, no tiene ningún sentido el no poder ejercer los derechos políticos (artículo 60 de la LMV), ya que no los poseen por ser acciones de autocartera.- Y con respecto al artículo 99 de la LMV que califica como incumplimientos muy graves, la violación de la normativa sobre OPAS recogida en los artículos 60,60 bis, 60 ter, 60 quáter, y 61-apartados del artículo 99 r), r) bis, r) ter, y s), surgen dudas sobre la posibilidad de sancionar un precepto normativo que no está contenido en ninguno de los artículos de la LMV.-

Aunque esta reflexión sobre el régimen sancionador, es del todo superflua, porque ni el fedatario público ni el registrador mercantil, admitirían una escritura pública de reducción de capital, que no haya realizado en debida forma todos los requisitos necesarios de carácter legal.-

OPA DE EXCLUSION.-

La Directiva 2004/25/CE no hace mención alguna a las OPAS de exclusión de negociación en Bolsa, en cambio en la LMV tanto en el anterior artículo 34 como en el actual, fruto de la Ley 6/2007, sí recoge esta figura básica, cuyo objetivo es el evitar que el accionista quede preso de sus propias acciones, se encuentre en una nueva situación de participar en una sociedad no cotizada, con las serias dificultades que va a tener que sortear si pretende deshacer su participación en el capital social.-

La actual redacción del artículo 34 de la LMV, amplía y mejora el anterior texto legal, introduce un nuevo supuesto que de forma lógica y coherente lo equipara a la exclusión de negociación, y que no demanda mayor comentario por ser obvio, nos referimos a lo estipulado en el párrafo segundo del número 2 del artículo 34 de la LMV, que dice:

“Se asimilarán a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada”.

Admite, también de forma lógica la posibilidad (ya existente en la normativa anterior) de dispensar la obligación de formular una OPA, para aquellos casos en los que mediante otro procedimiento equivalente se haya garantizado el legítimo interés de accionistas y de titulares de obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción.-

Pero la innovación más importante, es que el precio ofrecido debe ser aprobado por la Junta General de Accionistas, y que los administradores deben realizar un informe en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido.-

Los desarrollos reglamentarios a través de los respectivos Reales Decretos de OPAS, siguen la misma tónica que la regulación contenida en el antiguo artículo 34 y el actual. El artículo 7 del RD 1197/91 es una prolongación fiel del precepto mencionado, y el actual artículo 12 del RD 1066/2007 desarrolla y detalla el vigente artículo 34. Hay algunos aspectos que lógicamente están mejor regulados que en la normativa anterior,

pero no se ha aprovechado la modificación para disipar algún aspecto, que la experiencia ha mostrado como merecedor de un tratamiento específico, como luego señalaremos.-

Antes de comentar las características esenciales de la OPA de exclusión, se debe realizar una pequeña reflexión, de que este procedimiento de exclusión de negociación puede dar lugar en determinados casos, a situaciones en que la liquidez de esa sociedad emisora sea muy escasa, y los accionistas estimen el referido procedimiento como una oportunidad de desinvertir, lo cual puede dar lugar a que la sociedad renuncie a la OPA de exclusión, ante la imposibilidad de ejecutar un esfuerzo financiero, que desborde los propios recursos de la sociedad emisora, y en consecuencia sigan listados.-

Es curiosa y creo que razonable, la regulación preceptuada por el inexistente pero vigente segundo mercado, en estos casos de exclusión de negociación sólo otorga el derecho de vender, a los accionistas que hayan adquirido sus valores en el mercado, según preceptúa en el artículo 10 del RD 710/1986.-

Las características esenciales y básicas son las mismas, la OPA debe lanzarse a todas las acciones con derecho a voto, y a las sin derecho a voto que lo tengan en ese momento por aplicación de la normativa societaria, a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables, se exceptúan los titulares que hayan votado a favor de la exclusión, y además hayan inmovilizado sus valores. Sólo se puede ofertar la contraprestación como compraventa, y en dinero, a un precio que debe estar justificado, el plazo el previsto para el resto de OPAS (en la actualidad mínimo 15 días máximo 70 días).-

La nueva regulación permite que la OPA la formule un tercero distinto a la propia sociedad emisora, con la debida autorización de la Junta General de Accionistas, lo cual merece una valoración positiva, que puede servir para hacer viables determinadas situaciones, en las que la sociedad emisora no puede afrontar las obligaciones inherentes al procedimiento de exclusión.- En este orden de flexibilizar y facilitar la exclusión señala de forma expresa el límite de autocartera en el 10% del capital social, cuestión que antes se podía deducir porque la emisora dejaba de ser cotizada, y se le aplicaba el régimen general previsto para las sociedades anónimas; pero en la actualidad queda reflejado de forma explícita.-

VALORACION DEL PRECIO.-

Sin lugar a dudas, el aspecto clave y nuclear en la OPA de exclusión de una sociedad emisora admitida a negociación en un mercado regulado es la valoración del precio de la acción.-

Este aspecto complejo, y problemático “preocupa” al legislador, esta preocupación subyace tanto en la regulación anterior como en la actual, siendo ésta más desarrollada y detallada que en la previgente.-

El derogado RD. 1197/91 fijaba que el precio debía ser autorizado por la CNMV, en uno de los pocos supuestos contemplados en referida norma en que el precio no era libre, la valoración era propuesta por la sociedad emisora pero debía ser autorizado por el Regulador.

La regulación recogida por el artículo 7 del derogado RD 1197/91, la podemos calificar como cautelosa y prudente, decía *”...no podrá ser inferior al que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, al menos los siguientes criterios, apreciados con referencia al momento en que se formule la oferta :*

- a) Valor teórico contable de la Sociedad.*
- b) Valor liquidativo de la Sociedad.*
- c) Cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de exclusión, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.*
- d) Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión”.-*

El artículo 10 del RD 1066/2007 recoge estos mismos principios detallándolos de forma más completa, y en algún caso introduciendo algún matiz lógico, como en el referente a la cotización que determina el criterio a la media ponderada, y no a la cotización media (mejora incuestionable que no necesita mayor comentario).-

La derogada normativa no establecía los criterios indicados como “*numerus clausus*”, (“..al menos los siguientes criterios”), sin embargo en el vigente artículo 10

expresamente añade un compendio de otras formas de valoración, en su apartado e) dice :
“Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuentos de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros”. E inserta una salvaguarda más, al fijar en el número 6 del citado artículo 10, que el precio de la oferta debe ser el mayor entre el obtenido en base a los métodos mencionados, y el que resulte de aplicar el artículo 9 de ese RD, que es el que se refiere al precio equitativo.-

Por último, el RD obliga a la sociedad emisora a que la valoración conste en un informe de los administradores, en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido, y sea aprobado por la Junta General de Accionistas.-

Y aunque el artículo 10 del RD 1066/2007 no lo recoge, a diferencia de su antecesor artículo 7 del RD 1197/91, la autorización del precio por parte de la CNMV sigue vigente, ya que la autorización de la OPA recae en la competencia del Regulador.-

El régimen de OPAS, teniendo en cuenta que estamos ante sociedades emisoras cotizadas, podría haber optado por señalar, que el precio hubiera sido el de mercado; el referido en el apartado c) del número 5 del artículo 10 del RD 1066/2007, indicado criterio con posibilidad de variación por alguna causa objetiva y/o justificada podría haber sido suficiente.-

Aunque el mencionado artículo señala también al precio equitativo, es muy remota e improbable su aplicación, la cual sería muy complicada porque todo el artículo 9 del RD1066/2007 (derivado de la Directiva 2004/25/CE) viene totalmente concatenado a una voluntad de un tercero que adquiere posiciones para lograr el control de la sociedad. Pudiera caber que en este caso se interpretara el precio equitativo, con operaciones previas de la sociedad negociando acciones propias, lo cual implica el adentrarnos en interpretaciones analógicas, con el riesgo que puede suponer el utilizar este criterio hermenéutico.-

El legislador podría haberse inclinado al concepto muy utilizado de valor real ó valor razonable, o al valor neto patrimonial, o incluso haber hecho una mención a las

normas técnicas de valoración del ICAC (valor de cotización en Bolsa, valor de capitalización de resultados, valor actual de flujos monetarios, valor del activo neto real).-

La valoración de una empresa de forma exacta e irrefutable es un ejercicio complejo y siempre cuestionable. Todos hemos podido comprobar que en conocidos litigios sobre la valoración de determinadas participaciones de una empresa líder de nuestra economía, profesionales de reconocido prestigio han elaborado tasaciones, con métodos distintos y resultados de evaluación superiores en más del doble.-

El régimen de OPAS ha optado por una suma de criterios, que se deben justificar, ponderar en su relevancia, para que puedan ser evaluados por los propios inversores, a través de una información previa, y aceptados o no en la Junta General de Accionistas. Con el concurso de los propios administradores de la sociedad, que son los últimos responsables del informe de evaluación.-

Para finalizar, quiero indicar un elemento que lo califico de procedimental y que en mi opinión debería haber sido objeto de una regulación distinta a la adoptada. Me refiero en primer lugar al punto 7 del artículo 10 del RD 1066/2007, que dice *“Los valores quedarán excluidos de la negociación cuando se haya liquidado la operación, de acuerdo con lo previsto en el artículo 37”*. La experiencia producida en los últimos años, hace aconsejable que la exclusión se efectúe al día siguiente de finalizar el plazo de aceptaciones de la OPA, o al menos acordar en ese mismo momento su suspensión hasta que se ejecute la liquidación que conlleva la exclusión de negociación de la sociedad emisora.-

Desconozco el origen de esta norma, posiblemente radique en la mente del legislador, la regulación de las anotaciones en cuenta, que en el artículo 9 de la LMV y en el artículo 12 del RD 116/92, se determina a la inscripción de la transmisión a favor del adquirente los mismos efectos que la tradición de los títulos; y esto, en los actuales sistemas del mercado regulado ocurre en D+3.-

No tiene ningún sentido que durante tres días esos valores objeto de exclusión de negociación estén cotizando. Ese período puede dar lugar a operaciones absurdas (experiencias no faltan) y supone una interpretación excesivamente literal de la

consumación del contrato de compraventa, ya que en la Bolsa perfección y consumación del contrato no coinciden por meras razones técnicas y/o informáticas.-

A través del presente escrito, hemos pretendido comentar los dos supuestos de OPA, que deben ser formulados por la sociedad emisora sobre sus propias acciones, y de paso recordar que el Régimen de OPAS es la máxima protección que un accionista tiene en Bolsa, no sólo para el caso de la toma de control o take over, sino también en otros supuestos en que sus derechos pueden resultar mermados como son la situación de riesgo de ruptura del principio societario de trato paritario para todos los partícipes en el capital social, y ante el hecho de la exclusión de negociación del mercado con la pérdida del máximo valor de un mercado la liquidez.