

Introducción

El artículo 26 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (RDOPAs)² hace frente a la necesidad de coordinar la regulación del mercado de valores con los controles de operaciones de fusión y adquisición previstos en las legislaciones de defensa de la competencia y el respeto a otras disposiciones normativas sectoriales que pudieran resultar de aplicación. En efecto, el engarce del régimen jurídico de las OPAs con el procedimiento de control de concentraciones ante las autoridades de competencia y con las obligaciones y los controles previstos en la regulación sectorial por las agencias y organismos competentes constituyen un aspecto crucial para aquellas ofertas que, en atención a las empresas o los mercados implicados, susciten la intervención de esas autoridades. Una única transacción se ve afectada por diferentes conjuntos normativos, que regulan, con diferentes objetivos, distintos aspectos de la misma.

Con carácter general, tanto la regulación del mercado de valores, como la legislación de defensa de la competencia y la regulación sectorial introducen distintas condiciones, trámites y controles administrativos, inspirados normalmente en consideraciones de orden técnico (aunque ocasionalmente cargadas de implicaciones políticas), que pueden demorar el desarrollo de la operación empresarial y en algunos casos incluso conducir a que se introduzcan modificaciones relevantes en sus términos.

Cuando las características de la operación lo exijan, la aplicación conjunta de la disciplina de las ofertas públicas de adquisición, del régimen de defensa de la competencia y de la regulación sectorial resulta indispensable para cumplir con los objetivos y satisfacer los intereses que cada uno de estos conjuntos normativos persigue. Con frecuencia, la superposición de los mecanismos de control y la participación de múltiples autoridades puede constituir una compleja maraña de obligaciones y trámites para el oferente, que dificulte y retrase la realización de la adquisición. Del mismo modo, esta circunstancia puede aprovecharse por otras empresas, incluida la propia sociedad afectada por la oferta, para intentar frustrar o encarecer la adquisición³.

Adicionalmente, el carácter transnacional de algunas OPAS puede suscitar la aplicación de diversos regímenes de control de concentraciones y de supervisión de la operación a cargo de varias autoridades de defensa de la competencia y organismos de regulación sectorial en los países en los que las compañías

¹ Profesor habilitado de Dº mercantil, Director del Servicio de Defensa de la Competencia, Tribunal de Defensa de la Competencia, Comunidad de Madrid. El texto de este documento reproduce una versión preliminar del que aparecerá como comentario al artículo 26 en los *Comentarios del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, dirigidos por Javier García de Enterría y Jaime Zurita, de próxima publicación por THOMSON-CIVITAS. Director del Servicio de Defensa de la Competencia, Tribunal de Defensa de la Competencia de la Comunidad de Madrid, francisco.marcos.fernandez@madrid.org. Las opiniones que se expresan en este documento son fruto de una reflexión de carácter estrictamente académico y personal. No representan necesariamente las del Tribunal de Defensa de la Competencia de la Comunidad de Madrid. Se agradecen los comentarios y sugerencias realizados a una versión previa por Ainhoa Veiga y Albert Sánchez Graells. Ninguno de ellos es responsable de las opiniones ni de los eventuales errores que en él se contengan.

² BOE nº 180, de 28 de julio de 2007, págs. 32829-32852. Se reproduce el artículo 26 del RDOPAs *infra* § 7.3.

³ Véase, aunque referido sólo al control de concentraciones, MARCOS (2007: 173-175). Sobre los límites a la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada por la OPA, véase artículo 28 del RDOPAs y GARCÍA DE ENTERRÍA (2008).

implicadas desarrollan sus actividades. La complejidad que la tramitación de la oferta (o incluso, las ofertas, si los mercados de valores afectados son varios) puede alcanzar en esta dimensión es considerable, pues las obligaciones de notificación e información del oferente se multiplican y se solapan entre sí⁴. El artículo 26 del nuevo RDOPAs articula la imbricación del régimen de las ofertas públicas de adquisición con los controles de las autoridades de defensa de la competencia y de las agencias de regulación sectorial de cualquier jurisdicción al establecer una regulación estándar de los aspectos relativos al régimen de la OPA desde la perspectiva de la regulación del mercado de valores español, que alude por referencia a cualesquiera obligaciones y controles a que la operación pudiera verse sujeta en España o en el extranjero⁵.

A pesar de las dificultades que entraña resolver este intrínquilis normativo, notablemente agravado en las operaciones de dimensión transnacional, resulta evidente que el nuevo artículo 26 actualiza el régimen de las ofertas públicas de adquisición realizadas en el mercado de valores español que estén afectadas por el control de concentraciones y por el control de las autoridades de regulación sectorial, salvaguardando los derechos e intereses del oferente y simultáneamente tutelando los intereses que explican y justifican la existencia de esos controles, e introduce en la normativa española de OPAs reglas flexibles que facilitan la operación, sin dificultar y obstaculizar las adquisiciones de empresas mediante ofertas públicas de adquisición en los mercados de valores. Como se verá, la mejora respecto de la regulación anteriormente existente es sustancial⁶.

El propósito de esta nueva regulación es hacer compatible la satisfacción de los intereses empresariales y la adecuada tutela del interés de los inversores, con el interés público en la salvaguardia de la competencia efectiva en los mercados y los diversos objetivos que pueda perseguir la regulación sectorial, reduciendo al mínimo las dilaciones en la oferta que puedan perturbar el funcionamiento del mercado de valores. Un retraso excesivo puede provocar, además de actuaciones abusivas e indeseadas, fluctuaciones innecesarias y artificiales en los precios de cotización de los valores de las sociedades implicadas en la OPA.

Con carácter preliminar, se obliga al oferente a informar cuando anuncie su oferta si la OPA requiere “*la obtención de alguna autorización o verificación administrativa con carácter previo a su formulación*” (artículo 16.3 del RDOPAs)⁷. Además, con idéntica finalidad, y con carácter excepcional respecto de la regla general formulada en el RDOPAs (como se verá *infra* § 2.4.2), se permite al obligado a lanzar una oferta pública de adquisición la presentación de una oferta condicionada a la obtención de la autorización de las autoridades de competencia (artículo 30.2 del RDOPAs). Finalmente, los apartados a) y b) del capítulo V del Anexo al RDOPAs, sobre el contenido del folleto, contemplan la obligación del oferente de indicar en el folleto la posibilidad (y, en tal caso, los efectos en cada caso) de que la oferta deba someterse al control de concentraciones económicas previsto en el Derecho de defensa de la competencia (nacional o comunitario) o a la autorización, verificación o notificación que se prevea en otras normas sectoriales⁸.

⁴ Alude a este extremo VAN OMMESLAGHE (1991: 264-265).

⁵ Para ello el RDOPAs emplea, hasta en nueve ocasiones, el adjetivo “*correspondiente*” para aludir a las normativas, notificaciones, autorizaciones o resoluciones que pudieren resultar de aplicación. Naturalmente, las consideraciones que se realizan en este trabajo se refieren a lo previsto en el control de concentraciones, nacional o comunitario (*infra* §2), y a algunas de las normas de regulación sectorial previstas en el ordenamiento español (*infra* §3).

⁶ De “agilización del procedimiento” habla ALONSO SOTO (2007:37). Las reflexiones de SÁNCHEZ ANDRÉS (1995: 3379-3380) en torno a la falta de justificación de una disciplina especial de control de las concentraciones empresariales por medio de OPA, se realizaban en un momento previo al nacimiento del sistema de control de concentraciones obligatorio y con efecto suspensivo de las operaciones notificadas (su trabajo data de 1989). Por lo demás, el propio autor detectaba junto al problema informativo para los accionistas de la sociedad afectada por la oferta derivado de este tipo de cuestiones (i.e., del devenir del procedimiento de control de concentraciones), las graves consecuencias en el mercado de una eventual “desconcentración” motivada por el rechazo de las autoridades a la operación.

⁷ En cualquier caso, es discutible si esta previsión se refiere a las autorizaciones necesarias previamente a la presentación de la oferta, lo que cabría deducir de una interpretación literal y de su ubicación sistemática en el RDOPAs antes del precepto dedicado a la presentación de la oferta, o más bien a otras autorizaciones o verificaciones que sean necesarias para que la OPA pueda ser eficaz, sin que necesariamente hayan de obtenerse antes de la presentación. Aunque la interpretación literal aboga por la primera opción, es difícil pensar en qué supuestos puede ser precisa tal autorización y, por ende, es preferible decantarse por la segunda interpretación.

⁸ Subraya esta necesidad informativa como la principal que se ha de perseguir por las normas, SÁNCHEZ ANDRÉS (1995: 3379 y 3384); igualmente, VAN OMMESLAGHE (1991: 287-288).

En principio, la nueva regulación del artículo 26 es coherente con el control de concentraciones previsto en la disciplina de defensa de la competencia y en las diversas regulaciones sectoriales, pues las normas adoptadas impiden que la aplicación del control de concentraciones y de los reguladores sectoriales perturben excesivamente el desarrollo de la oferta, con el consiguiente efecto negativo en los mercados de valores y en el interés de los inversores. Adicionalmente, se establecen normas que permiten dar respuesta a las distintas posibilidades que resulten de la aplicación del control de concentraciones y de los reguladores sectoriales, garantizando un equilibrio entre el respeto a la libertad de empresa y el cumplimiento de las decisiones que pudiera adoptar cualquiera de las autoridades administrativas supervisoras con intervención en el proceso⁹.

Como se observará (*infra* §3.1), a diferencia de lo que ocurre con el control de la concentración empresarial desde la perspectiva de defensa de la competencia, que corre paralelo y sin interferencias al desarrollo ordinario y normal de la oferta en el mercado de valores, el régimen trazado en el artículo 26.2 del RDOPAs respecto de los posibles controles de los organismos de regulación sectorial otorga cierta preeminencia a las normas y controles de carácter sectorial pues, eventualmente, el cumplimiento de las obligaciones y trámites previstos en la regulación sectorial paralizará el desarrollo normal de la OPA, impidiendo la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) y el comienzo del plazo de aceptación. La justificación de este diferente tratamiento diferenciado se debe a dos razones distintas.

La primera es de índole práctica y tiene que ver con la mayor probabilidad de que la OPA active el control de concentraciones. La experiencia española es aleccionadora respecto de las distorsiones que en el desarrollo de las OPAs pueden producir los retrasos en el proceso de control de concentraciones económicas. Sin embargo, aunque otro tanto podría predicarse de las obligaciones y controles previstos en la regulación sectorial, la probabilidad de que esto ocurra es sustancialmente menor, pues sólo ocurrirá cuando las sociedades implicadas en la OPA desarrollen actividades sujetas a regulación y, evidentemente, eso no ocurre en todas las OPAs. En efecto, como se verá (*infra* §3.3) la necesidad de contar con la autorización preceptiva de organismos sectoriales es excepcional.

La segunda razón del tratamiento diferencial tiene carácter sustantivo, en la medida que la paralización de la OPA hasta que se acredite el cumplimiento de las exigencias de la regulación sectorial supone el reconocimiento de primacía a los bienes e intereses jurídicos protegidos por esta, frente al interés de la tutela de los inversores y de la estabilidad del mercado de valores y del mantenimiento de una competencia efectiva que el control de concentraciones busca asegurar (estableciendo una relación de especialidad en la tutela del mercado entre la regulación sectorial de carácter especial y la normativa de defensa de la competencia, de carácter general)¹⁰.

Finalmente, las adquisiciones empresariales mediante OPA que se encuentran sometidas al control de las operaciones de concentración y a la supervisión de algún organismo de regulación sectorial requerirán la aplicación simultánea de los dos apartados del artículo 26 del RDOPAs, así como de las reglas y trámites previstos en la legislación de defensa de la competencia y en la legislación sectorial de aplicación. Se aprecia en estos supuestos también la mencionada prelación de la supervisión sectorial sobre el control de concentraciones, así como la relevancia de una disposición como la que se comenta, que actúa a modo de conexión o enlace entre los distintos conjuntos normativos y controles administrativos aplicables. La exigencia de superar diversos controles administrativos, con diferentes objetivos, e inspirados en la protección de distintos valores e intereses, pueden complicar considerablemente el desarrollo de la OPA.

⁹ Lo que no quiere decir que no se planteen supuestos complejos, en los que la búsqueda de ese equilibrio resulte difícil y controvertida, véase GARCÍA VITORIA (2006) con referencia a los casos GAS NATURAL/ENDESA, SOGECABLE/VÍA DIGITAL Y SER/ANTENA 3.

¹⁰ Para una reciente y sugerente reflexión sobre los problemas que suscita la interacción entre el derecho de defensa de la competencia y la disciplina de regulación sectorial, que profundiza en los riesgos de una utilización interesada de los mecanismos de regulación por las empresas para subvertir los propios objetivos de la regulación y también los del mantenimiento de una libre competencia en el mercado, véase DOGAN Y LEMLEY (2008).