



Régimen legal de plazos de presentación de ofertas públicas de adquisición competidoras bajo el Real Decreto 1066/2007

Autor/a

Carla Alonso

Graduada en Derecho y Administración y Dirección de Empresas.

**REVISTA LEX
MERCATORIA.**

Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación

RLM nº3 | Año 2016

Artículo nº 1

Páginas 1-5

revistalexmercatoria.umh.es

ISSN 2445-0936

El Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ha sido profusamente estudiado por la doctrina desde su entrada en vigor el pasado 13 de agosto de 2007. No es, por tanto, objeto de este artículo reiterar un análisis general de su regulación, sino reflexionar sobre un aspecto particular que podría resultar especialmente controvertido en los supuestos de concurrencia secuencial de ofer-

tas: la posible prolongación indefinida del proceso competitivo.

El Real Decreto, en su artículo 40, define las ofertas competidoras como aquellas que afectan a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y

siempre que concurren una serie de requisitos, entre ellos, que se presente antes del quinto día natural anterior a la finalización del plazo de aceptación de la oferta precedente.

Por lo tanto, el *dies ad quem* se fija con referencia a la finalización del plazo de aceptación, el cual cambia según se trate de la oferta inicial o de las ofertas competidoras que se presenten con posterioridad. Así, en el caso de la oferta inicial, de acuerdo con el artículo 23.1 del Real Decreto, el plazo sería de entre quince y setenta días, a discreción del oferente, pero desde el momento en que se presentara una segunda oferta, se interrumpiría el plazo de aceptación de la oferta precedente y, a partir del día siguiente a la publicación del anuncio de la oferta competidora, se consolidarían los plazos de aceptación, dando lugar a un único plazo que el artículo 44 del Real Decreto establece en treinta días naturales. De manera que, si se quisiera presentar una nueva oferta competidora, tras la original y la que generó el plazo consolidado de treinta días, la fecha límite sería el día veinticinco de ese último plazo, esto es, cinco días antes de que finalice el lapso de tiempo abierto por la segunda oferta y en que debiera producirse, eventualmente, la aceptación.

Así las cosas, vemos que la presentación de una oferta competidora provoca la extensión del plazo de aceptación, generando un nuevo plazo para dirimir la aceptación de una u otra, y, a su vez, la presentación de una tercera oferta daría inicio a un nuevo plazo consolidado, que comenzaría a correr desde el día siguiente a la publicación del anuncio de ésta, extendiendo el plazo de aceptación anterior, y dentro del que debería producirse la aceptación de una de las tres ofertas concurrentes.

De esta forma, si generalizáramos este mecanismo haciendo crecer el número de ofertas y, por ende, dando lugar a nuevos plazos consolidados para dilucidar cuál de las distintas ofertas aceptar, nada impediría que se prolongara el proceso de forma indefinida a través de la sucesiva presentación de ofertas.

Esta extensión de los plazos admitiría otro término adicional, además, en el supuesto de formulación de mejoras a las ofertas presentadas, toda vez que, de conformidad con lo previsto en el artículo 45.7 del Real Decreto, estas provocarían que el plazo de aceptación de las ofertas competidoras se prorrogara hasta los quince días naturales siguientes a la publicación de los anuncios de dicha mejora, lo que, a su vez, implicaría un mayor plazo para la presentación de nuevas ofertas.

La literalidad de la norma podría llevar incluso a que se entendiera que cabría presentar nuevas ofertas competidoras después de la presentación de la oferta mejorada en la fase de sobres, lo cual carece de sentido y resulta contradictorio con la finalidad de este trámite, que se configura en el Real Decreto como la fase final del proceso.

No obstante, si repasamos la redacción que el titular de la potestad reglamentaria ha dado a esta materia en las distintas regulaciones, se puede apreciar que esta cuestión ha sido objeto de sendas reformas. Así, el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, exigía en el artículo 33 a) que la oferta se presentara en los quince días siguientes a la publicación del anuncio de la última oferta.

En relación con esta regulación, interesa hacer dos consideraciones. En primer lugar, este plazo provocaba, igual que con la regulación actual, la posibilidad teórica de una perpetuación del proceso a través de la sucesiva

presentación de ofertas competidoras, debido a que, cada vez que se presentaba una oferta, se reabría el plazo para la formulación de nuevas ofertas. Sin embargo, no fue esto lo más criticado de este precepto, sino que lo fue el hecho de que el plazo estuviera referenciado a la publicación y no al plazo de aceptación de la oferta. Esta situación provocaba una inadecuación del plazo de presentación de las ofertas competidoras a la duración de la oferta precedente, plazo que sería el mismo independientemente de cual fuera el fijado por el oferente inicial para la aceptación, que, de acuerdo con el artículo 19, estaría entre uno y dos meses.

Lo anterior resultaba contradictorio con la discrecionalidad que aparentemente el titular de la potestad reglamentaria quería atribuir al primer oferente al permitirle fijar libremente el plazo de aceptación de la oferta. En este sentido, conviene precisar que esta posibilidad de fijar libremente el plazo de aceptación solo se reconocía al oferente inicial, existiendo para las ofertas posteriores un plazo único de aceptación de un mes, contado a partir de la publicación del primer anuncio.

Esta ventajosa posición en la que se situaba al primer oferente es solo uno de los múltiples ejemplos donde se evidencia el trato de favor que recibe el oferente inicial a lo largo de los distintos preceptos de la regulación, justificado, entre otras razones, por la asunción de unos mayores riesgos al formular su oferta.

Por lo tanto, bajo esta regulación, en la medida en que se fijaba el plazo para la presentación de ofertas competidoras sin tomar en consideración el plazo de aceptación, se estaría privando al oferente inicial de este derecho.

Con la reforma operada por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, se trató de flexibilizar el plazo, convergiendo de esta forma con las normas de Derecho Comparado que fijaban el mismo con referencia al plazo de aceptación y no a la fecha de publicación de la oferta. Por otra parte, se fijó un límite absoluto más allá del cual no era posible presentar nuevas ofertas. Así, el artículo 33 a) señalaba que la oferta debía presentarse dentro de los diez días naturales siguientes al inicio del plazo de aceptación de la última oferta precedente, siempre que no hubieran transcurrido más de treinta días naturales desde el inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial.

Por lo tanto, en un esfuerzo del titular de la potestad reglamentaria por solucionar los problemas derivados de la anterior regulación, se acordó vincular el plazo de presentación de las ofertas al plazo de aceptación elegido por el oferente, de manera que este plazo sería diferente según cual fuera el plazo que este fijara, siempre dentro del límite anteriormente indicado. Además, para evitar el problema de la posible prolongación indefinida del proceso mediante la continua presentación de ofertas, se fijó un límite absoluto más allá del cual no era posible presentar nuevas ofertas.

Este último punto resultaba especialmente problemático toda vez que, al amparo de lo dispuesto en el artículo 36.7, y como una novedad frente al régimen anterior, la modificación de las condiciones de la oferta por cualquiera de los oferentes supondría la extensión del plazo máximo quince días naturales, y, por consiguiente, también del plazo para la presentación de nuevas ofertas.

Sin embargo, esta regulación no estuvo exenta de críticas por los problemas que se suscitaron en la práctica española como consecuencia de la imposición de un plazo abso-

luto, que impedía la presentación de ofertas competidoras con posterioridad al mismo y que llevó, en una operación de notoria magnitud, a la formulación de una promesa de oferta futura.

Con estos antecedentes, se decidió aprobar la actual regulación, excesivamente amplia y que también ha sido sometida al escrutinio de la doctrina. No obstante, merece una reflexión el hecho de que el borrador de Proyecto de Real Decreto publicado el 20 de abril de 2007 por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera daba al artículo 42 una redacción muy similar a la dada por la regulación de 1991, fijando el límite máximo en los veinte días hábiles siguientes a la publicación de la autorización ante la CNMV, eliminando, por tanto, la referencia al plazo de aceptación.

Si se hubiera mantenido la redacción dada por dicho Proyecto, nuevamente se habría incurrido en una limitación de la discrecionalidad del oferente inicial, y, por lo tanto, dicha redacción habría sido contraria al espíritu de la norma toda vez que con ese plazo abierto parece que se trata de dar la posibilidad al oferente inicial de elegir mediante la fijación de un plazo u otro si quiere facilitar o no la presentación de ofertas competidoras.

No obstante, es cierto que dicha redacción habría permitido evitar el problema de la prolongación excesiva del plazo, al no verse afectado por las sucesivas mejoras presentadas en las ofertas, que de acuerdo con el artículo 45.7, prorrogarían el plazo otros quince días naturales.

Sin menospreciar los problemas que podrían derivarse de unos plazos excesivamente rígidos, lo cierto es que de la imposición

de un límite máximo no se derivarían, en principio, grandes efectos.

En primer lugar, porque bajo la regulación actual la obligación de formular una oferta carece de limitación temporal, siendo suficiente con adquirir un treinta por ciento para que nazca la obligación de formular una oferta con independencia de que haya finalizado el plazo máximo para su presentación. De hecho, tal y como está configurada esta figura, se permitiría incluso que aquél que pierda en la fase de sobres cerrados pudiera entrar en el proceso adquiriendo en el mercado más de un treinta por ciento.

En segundo lugar, con la regulación actual se ha puesto fin a la polémica generada en torno a la posibilidad de formular una promesa de oferta futura, prohibiéndose expresamente en el artículo 16 del Real Decreto su anuncio una vez expirado el plazo de presentación de ofertas, con lo que se habría acabado con el que se piensa es uno de los problemas de los que este régimen de plazos actual trae causa.

Atendido lo anterior, la norma debería tratar de encontrar un equilibrio entre la excesiva rigidez de los plazos de la regulación dada tras la reforma de 2003 y el problema de la falta de límites absolutos que se plantea bajo la regulación actual.

De esta manera, vemos cómo reaparece, en una de sus múltiples manifestaciones en materia de ofertas públicas de adquisición, el problema clásico de la tutela de los distintos intereses que entran en juego en este tipo de procesos. Así, puede observarse como concurren, por un lado, los intereses de los accionistas de la sociedad *target*, interesados en una regulación que favorezca la presentación de ofertas y el desarrollo de un proceso competi-

tivo, lo cual redundaría en un incremento del precio recibido; y, por otro lado, los intereses del oferente inicial, que, en principio, preferirá plazos más cortos o limitados que restrinjan la aparición de nuevos competidores que pudieran poner en riesgo el éxito de su oferta. Ello sin olvidar los intereses de la sociedad *target*, cuyo valor y funcionamiento se ve afectado por la formulación de la oferta y que, por tanto, demandaría plazos más breves.

Con la finalidad de alcanzar dicho equilibrio, podríamos acudir a la regulación dada en la actualidad por el *City Code on Takeovers and Mergers* de Reino Unido, que proporciona una solución satisfactoria a este problema al facultar en su Regla 32.5 al *Panel* a fijar un plazo final máximo para el anuncio de modificaciones a las ofertas, más allá del cual no es posible su presentación. En concreto, se prevé un procedimiento de subasta cuyos términos serían fijados por el Panel, que podría aplicar el procedimiento previsto en el *Appendix 8* del *City Code on Takeovers and Mergers* o cualquier otro, pero, en cualquier caso, fijando dicho límite máximo.

Así, siguiendo el sistema de Reino Unido, una posible solución habría sido reconocer a la CNMV la facultad de imponer un plazo máximo para la presentación de nuevas mejoras a las ofertas. No obstante, esta medida no estaría libre de controversia y discusión al dejar en manos de la CNMV una decisión de extraordinaria relevancia como es la de privar a los accionistas de potenciales incrementos en la contraprestación. Si bien esta medida resultaría mucho más flexible y menos restrictiva que la fijación de un límite absoluto en la normativa reguladora.

Llegados a este punto, no es posible afirmar que exista una solución clara e idónea que pudiera orientar la regulación para dar so-

lución a los problemas que se podrían suscitar en un proceso competitivo bajo la actual regulación. Sin perjuicio de esta cautela, cabe no obstante apuntar que teniendo en cuenta la prohibición de promesa de oferta futura y la configuración de un régimen de oferta obligatoria ajeno a las limitaciones temporales, no parece que fuera pernicioso fijar un hito definitivo más allá del cual no fuera posible presentar nuevas ofertas, ya sea en la propia regulación u otorgando tal facultad a la CNMV.

Ello, en nuestra opinión, permitiría alcanzar el pretendido equilibrio y redundaría en una mayor seguridad para la sociedad *target*, que con la presentación de la oferta pública de adquisición está expuesta a un complejo proceso que afecta a su operatividad y funcionamiento.