

LAS OPAS: EL PROYECTO DE DIRECTIVA DE LA COMUNIDAD EUROPEA Y LA NUEVA REGLAMENTACION FRANCESA

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN.—II. ANÁLISIS DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA COMUNITARIA: A) *Ambito de aplicación y definiciones* (arts. 1.º y 2.º). B) *Protección de los accionistas* (arts. 3.º y 11). C) *Porcentaje mínimo* (arts. 4.º y 5.º). D) *Control administrativo* (arts. 6.º, 17 y 21). E) *Información privilegiada* (art. 7.º). F) *Posición de la sociedad ofertada* (arts. 8.º, 14 y 19). G) *Representación del oferente y condiciones de la oferta* (arts. 9.º, 10, 12 y 13). H) *Revisión de la oferta* (arts. 15 y 16). I) *Ofertas competidoras* (art. 20). J) *Transposición y destinatarios de la Directiva* (arts. 22 y 23). K) *Recapitulación*.—III. LA NUEVA REGULACIÓN FRANCESA: A) *Antecedentes*. B) *Ambito de aplicación y definiciones*. C) *Procedimiento*: a) *Procedimiento ordinario*. b) *Procedimiento simplificado*. D) *Porcentaje mínimo*. E) *Garantías de los accionistas*. F) *Revisión de la oferta*. G) *Ofertas competidoras*. H) *Retirada de la oferta*. I) *Control de las ofertas públicas*.—ANEJO: *NORMATIVA FRANCESA*: A) *Título V y Título VII del Reglamento General de Bolsas de Valores*. B) *Reglamento núm. 89-03 de la Comisión de Operaciones de Bolsa sobre Ofertas Públicas y adquisición de paquetes de control*.

I. INTRODUCCIÓN

El fenómeno de las fusiones y adquisiciones de empresas, aun siendo tan antiguo como la existencia de las propias sociedades mercantiles, ha experimentado últimamente un notable crecimiento que se ha explicado en base a razones como la recuperación económica en la última mitad de la pasada década, el alza de los mercados de capitales, la liberación de las economías y el desarrollo tecnológico.

Si bien estos motivos tienen un carácter general que son de aplicación a los mercados de los países industrializados, en Europa existen razones específicas que han determinado el desarrollo de las adquisiciones y fusiones y que podríamos resumir en cuatro fundamentales: la regularización financiera, la internacionalización de los mercados, el horizonte del Mercado Unico de 1992, y el proceso de privatizaciones.

Ante esta situación, muchas han sido las técnicas utilizadas para llevar a buen fin estas operaciones. Ahora bien, lo auténticamente significativo ha sido la aparición progresiva de sistemas cada vez más sofisticados; es el caso, por ejemplo, de las adquisiciones de empresas por los miembros de sus órganos de dirección (MBO) o la compra utilizando recursos ajenos (LBO) o incluso las operaciones financiadas mediante la emisión de títulos o el canje de acciones. Es lógico pensar

que a medida que estas operaciones son más costosas, es necesario recurrir a sistemas de esta naturaleza.

En cualquier caso, el control de una sociedad puede hacerse de dos formas: por vía amistosa, mediante un proceso negociador o de forma hostil, a través del mecanismo de una oferta pública de estas características.

La literatura especializada, lógicamente, se ha ocupado con mucha mayor profusión de esta segunda fórmula, pero se debe subrayar que los procesos amistosos son, con mucho, los más numerosos y los que, desde todos los puntos de vista, ofrecen mayores garantías de éxito.

Hay que señalar también que la OPA, a pesar de su rabiosa actualidad, no siempre es la vía más idónea para obtener el control de una empresa, y no sólo por el complejo mecanismo de su formulación y el alto riesgo que conlleva, sino, además, y sobre todo, porque su excesiva generalización puede producir un peligroso crecimiento de la actividad financiera en detrimento del sector productivo, debido a que las OPAS se encuentran alimentadas, en muchas ocasiones, por el préstamo.

En Estados Unidos, donde esta fórmula ha tenido un mayor desarrollo, es ya viejo el debate abierto entre detractores y defensores de las OPAS.

Los detractores de los *raiders* argumentan que, en la medida en que las OPAS se fundan excesivamente en el crédito (en USA se emplearon 12.000 millones de dólares en 1988), esta actividad contribuye a producir un crecimiento en la esfera financiera que descompensa el sector productivo; el endeudamiento de alto riesgo conlleva un aumento de la especulación, cuyas consecuencias a nadie se le escapan. Por otra parte, las sociedades adquiridas mediante este mecanismo asumen compromisos financieros que, en ocasiones, difícilmente podrán soportar, con lo cual su estrategia empresarial se verá dirigida más al corto plazo que a una actividad que asegure su auténtica solvencia y prestigio en un futuro lejano.

Sin embargo, existen fogosos defensores. El primer *raider* norteamericano, Carl Icahn, se expresaba de la forma siguiente en la revista «Business Week»: «Una de las razones de la crisis de la economía americana es la pérdida de la cualidad del *management*, que ha afectado a gran número de grandes empresas; es el reino de la mediocridad; el accionariado se encuentra disperso; los directivos no tienen, en realidad, que dar cuentas a nadie de su gestión; las empresas americana son la pareja de una nueva aristocracia burocrática y conservadora... El único medio para evitar la crisis es restaurar un equilibrio real entre el accionariado y los *managers*. Es cierto que un cambio en la gestión de una empresa puede resultar beneficioso e incrementar, incluso, la competitividad de la economía.»

La OPA representa, en efecto, un medio eficaz para establecer la igualdad de los accionistas en las concentraciones de empresas que se basen en la racionalidad económica o financiera. Desde este punto de vista, estas operaciones deberían desarrollarse sin excesivos obstáculos

legales. Sin embargo, una regulación demasiado laxa de las OPAS, que dejase a las empresas «opadas» sin recursos defensivos, propiciaría operaciones puramente especulativas. Sin duda, el equilibrio es difícil entre el objetivo legítimo de no desincentivar operaciones que pretendan concentraciones empresariales beneficiosas para la propia economía, y el objetivo no menos legítimo de evitar el «desmantelamiento» de sociedades por razones puramente especulativas.

En estas condiciones, la concentración empresarial mediante la adquisición de pequeños paquetes de acciones puede resultar un mecanismo más idóneo y seguro, aunque su resultado sea a más largo plazo.

¿En qué casos es preferible? ¿En qué tipo de empresa es aplicable?

Obvio es decir que contestar a estas preguntas, desde un punto de vista general, es imposible. Sin embargo, trataremos de dar algunos criterios, aun a sabiendas de caer en el tópico.

En primer lugar, una sociedad está expuesta a sufrir un cambio en su gestión o, lo que es lo mismo, a que se modifique el control de la misma cuando se encuentra en una situación de debilidad creciente, es decir, la empresa puede gozar de una saneada situación, pero vive de las iniciativas del pasado y no cuenta con una formulación de objetivos estratégicos para el futuro.

Un segundo motivo que podría hacer atractiva la adquisición de participaciones de una sociedad para obtener su control es que dispusiera de un activo y de un patrimonio tanto mobiliario como inmobiliario importante.

Un tercer criterio sería que sus acciones gozaran de una baja cotización que produjera una mala imagen para los inversores.

Una última razón sería la falta de cohesión entre el accionariado. Un accionariado disperso es difícil de controlar y debilita cualquier acción empresarial; la adquisición progresiva de acciones puede proporcionar, con un porcentaje de capital social relativamente pequeño, una posición ventajosa de cara al control efectivo de la sociedad.

Asimismo, puede ocurrir que la sociedad cuyo control se pretende cuenta ya en sus estatutos con medidas preventivas contra OPAS, de tal naturaleza que el único medio para acceder al control social sea, precisamente, la adquisición de pequeños paquetes de acciones.

Igualmente, puede resultar útil este medio cuando no se cuenta con miembros en el Consejo de Administración de la sociedad, siendo, pues, el primer paso para obtener una representación que en el futuro ayudará en gran medida, pues se conocerá la situación real de la empresa y la estrategia empresarial que persigue.

Es imprescindible, también, tener en cuenta cómo la normativa legal sobre la adquisición y cesión de paquetes de acciones de sociedades que cotizan en Bolsa es cada vez más rigurosa. En España, la nueva Ley de Mercado de Valores establece la obligación de informar a las Bolsas y a la Comisión Nacional de Mercados de Valores de las personas que por sí o por otras interpuestas «adquieran o transmitan acciones de una sociedad admitida a negociación en alguna Bolsa de Valores y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje del

capital suscrito que quede en su poder alcance o exceda los porcentajes del total suscrito que se establezcan».

La Ley de Mercado de Valores regula también, de manera muy general, las ofertas públicas de adquisición de valores en su artículo 60, remitiendo su desarrollo a un futuro reglamento que debió dictarse, de acuerdo con la disposición final segunda, en el plazo de un año desde la promulgación de la Ley. Con independencia de este reglamento, que deberá adoptarse por el Gobierno, la novedad más importante que establece la norma legal es que todas las funciones de las antiguas Juntas Sindicales se traspasan a la Comisión Nacional de Mercado de Valores a quien se le otorga el absoluto control de las ofertas de adquisición y venta de valores.

No sólo España o Francia, como tendremos ocasión de ver, han dado este paso; la propia Comunidad Económica Europea, consciente de la necesidad de dotar de un marco legal a un mercado único como será el europeo de 1992, ha elaborado una propuesta de directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (1), que vendrá a incorporarse al conjunto de disposiciones que constituyen el derecho comunitario de sociedades (2).

En efecto, la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones se sitúa en el marco del derecho de sociedades que tiene como fundamento constitutivo el artículo 54 del Tratado CEE (3). Como ya

(1) COM (88) 823, final.

(2) En concreto, esta disposición se conocerá como la Decimotercera Directiva del Consejo en materia de sociedades.

(3) El artículo 54 establece:

«1. Antes de finalizar la primera etapa, el Consejo, por unanimidad, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Comité Económico y Social y al Parlamento Europeo, establecerá un programa general para la supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento existentes dentro de la Comunidad. La Comisión someterá tal propuesta al Consejo durante los dos primeros años de la primera etapa.

El programa fijará, para cada tipo de actividades, las condiciones generales para la realización de la libertad de establecimiento y, en especial, las etapas de realización.

2. A los efectos de ejecución del programa general, o, a falta de dicho programa, para la realización de una de las etapas fijadas para alcanzar la libertad de establecimiento en un determinada actividad, el Consejo, a propuesta de la Comisión, en cooperación con el Parlamento Europeo y previa consulta al Comité Económico y Social, decidirá, mediante directivas, por unanimidad hasta el final de la primera etapa y por mayoría cualificada después. [Este apartado 2 se redacta tal y como ha sido modificado por el apartado 4 del artículo 6.º del Acta Unica Europea.]

3. El Consejo y la Comisión ejercerán las funciones que les atribuyen las disposiciones precedentes, en particular:

(...)

g) Coordinando, en la medida necesaria y con objeto de hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades definidas en el párrafo 2 del artículo 58, para proteger los intereses de los socios y terceros» (el párrafo 2 del artículo 58 dice: «Por sociedades se entiende las sociedades de desarrollo civil o mercantil, incluso las sociedades cooperativas, y las demás personas jurídicas de derecho público o privado, con excepción de las que no persigan un fin lucrativo»).

señaláramos en otros de nuestros trabajos (4), la coordinación comunitaria del derecho de sociedades tiene como objeto fundamental garantizar los intereses de los socios y de terceros.

II. ANÁLISIS DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA COMUNITARIA

La propuesta de Directiva elaborada por la Comisión consta de 23 artículos; aunque es difícil su sistematización, los agruparemos en los apartados siguientes:

A) *Ambito de aplicación y definiciones* (arts. 1.º y 2.º)

El ámbito de aplicación de la Directiva se establece en función de la forma de la sociedad cuyos títulos son objeto de una OPA; en consecuencia, se aplica a las Ofertas Públicas de Adquisición de títulos de sociedades anónimas y de sociedades comanditarias (5).

Ahora bien, la aplicabilidad de la norma no se limita a las sociedades anónimas que cotizan en Bolsa, ya que, si así fuera, los accionistas de sociedades cotizadas gozarían de mayor protección jurídica que aquellos titulares de acciones no sometidas a cotización oficial; por lo tanto, la Directiva regula las ofertas públicas sobre títulos sociales, con independencia de que coticen o no en Bolsa. No obstante, la propuesta de Directiva tiene en cuenta las peculiaridades de los mercados de valores, así la obligación de lanzar una OPA, a partir de un porcentaje mínimo del capital sobre la totalidad de las acciones de una sociedad, se aplica, únicamente, a los casos en que se trate de sociedades con cotización oficial o de grandes sociedades sin dicha cotización.

Por otra parte, el artículo 2.º de la propuesta recoge cuatro definiciones básicas en la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones, a saber: «sociedad afectada», «oferente», «títulos», «partes en la oferta» y «personas que actúan de forma concertada».

La primera de las definiciones no comporta mayores problemas; la «sociedad afectada» es la sociedad «opada», es decir, la sociedad cuyos títulos son objeto de una Oferta Pública de Adquisición. El «oferente» es toda persona, física o jurídica, que emprende una Oferta Pública, bien porque pretende obtener un porcentaje superior al tercio de los derechos de voto de la sociedad ofertada, bien porque sin querer adquirir tal participación de derechos políticos en la sociedad, así lo decide voluntariamente (6).

(4) Ver en «Boletín Oficial de las Comunidades Europeas, núm. 11, septiembre-octubre 1987, mi trabajo *Derecho de sociedades: los proyectos de Décima y Undécima Directivas del Consejo*.

(5) Considerando que la transmisión de títulos de sociedades de responsabilidad limitada presenta dificultades en algunos Estados miembros, la propuesta de Directiva no será de aplicación, en principio, a las sociedades de responsabilidad limitada.

(6) Es lógico que la propuesta de Directiva considere también como «oferentes» a los miembros de los órganos directivos de la sociedad oferente cuando decidan lan-

Por «títulos» se definen no sólo las acciones de la sociedad ofertada, sino también las obligaciones convertibles en acciones y los derechos de suscripción.

«Partes en la oferta» comprende tanto al oferente (7) y a su representante, como a los destinatarios de la OPA y a los miembros de los órganos directivos de la sociedad ofertada.

Por último, y conforme al párrafo 5 del artículo 2.º de la propuesta de Directiva, se entenderá por «personas que actúan de forma concertada, las personas que, en virtud de un acuerdo, cooperan entre sí para adquirir los títulos de una sociedad».

B) *Protección de los accionistas* (arts. 3.º y 11)

El artículo 3.º contiene un principio fundamental del derecho de sociedades: la igualdad de trato de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas.

La propuesta de Directiva recoge distintas disposiciones que no son otra cosa que aplicación de este principio, como, por ejemplo, el artículo 4.º, donde se establece la obligación de lanzar una OPA cuando la persona o entidad que pretende adquirir los títulos de una sociedad, sumados a los que ya posea, le confieran un porcentaje de derechos de voto superior al 33 por 100; el artículo 15.4, que impone a las autoridades competentes de los Estados miembros la obligación de garantizar que los destinatarios de una OPA puedan aceptar dicha oferta revisada, o a el artículo 16, que regula la llamada «revisión automática». A esta y otras cuestiones nos referiremos, en profundidad, en el apartado G), referente a la representación del oferente y condiciones de la oferta.

La protección de los accionistas de la sociedad afectada requiere el reconocimiento más amplio de su derecho de información. El artículo 11 reconoce este derecho de los tenedores de títulos objeto de la OPA. El precepto impone la obligación de publicar el folleto de oferta y, en su caso, el prospecto que debe adjuntarse al mismo. La publicación ha de hacerse en uno o varios periódicos de difusión nacional, así como en el boletín oficial que se designe de acuerdo con el artículo 3.4 y de la Directiva 68/151 CEE, sobre publicidad. El oferente puede optar, también, por poner a disposición de los destinatarios de la oferta esta documentación en los lugares indicados en los anuncios que han de incluirse en los periódicos y en el boletín oficial.

Por último, una tercera vía que reconoce la propuesta de Directiva para garantizar el derecho de información de los accionistas, siempre y cuando los títulos sean nominativos, es remitir directamente a todos los destinatarios de la OPA el folleto de oferta y, en su caso, el prospecto que se debe adjuntar al mismo.

zar una oferta quedando, por lo tanto, sujetos a las obligaciones que la propia norma establece.

(7) Si el oferente es una sociedad, como ocurre por regla general, a efectos de la Directiva tendrán tal consideración todos los miembros del órgano de administración o dirección de dicha sociedad oferente.

C) *Porcentaje mínimo* (arts. 4.º y 5.º)

Conforme al artículo 4.º de la propuesta de Directiva, toda persona que pretenda adquirir un número o porcentaje de títulos que, sumados a los que ya posea, le confieran una participación superior a un tercio de los derechos de voto en la sociedad afectada, deberá lanzar una OPA sobre todos los títulos de dicha sociedad. En consecuencia, los Estados miembros, cuando desarrollen las prescripciones de esta Directiva en sus derechos nacionales, podrán fijar un límite inferior a un tercio de los derechos de voto de la sociedad «opada», pero no superior al mismo.

Para evitar las ofertas parciales, que en muchas ocasiones encubren operaciones puramente especulativas cuando no fraudulentas, la propuesta de Directiva obliga al oferente a que la OPA lo sea sobre todos los títulos de la sociedad afectada. Con esta medida se pretende, igualmente, amparar a los accionistas cuyos títulos no se hubieran adquirido por tratarse de una oferta parcial, pues es evidente que podrían sufrir una pérdida de valor de sus acciones una vez que se hubiera producido la oferta.

¿Cómo se calcula el límite del 33 por 100 de los derechos de voto en poder del oferente? Conforme al apartado 2 del artículo 4.º, deberán sumarse a los derechos de voto del oferente aquellos que se encuentren en poder de personas que actúen en nombre propio pero por cuenta de aquél, así como los de aquellos que actúan de forma concertada con el mismo y los que posean los miembros del órgano de dirección de la sociedad oferente; deben tenerse en cuenta, además, los derechos de voto en poder de las empresas participadas por la sociedad oferente, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 1.º de la Directiva 83/349 CEE, sobre cuentas consolidadas.

La razón que ha llevado a la Comisión de las Comunidades, proponente de la Directiva, a fijar el límite del 33 por 100 de los derechos de voto de la sociedad afectada parece clara; cualquier accionista que cuente con más de un tercio de los títulos vinculados a derechos políticos puede paralizar, si lo desea, decisiones sociales de gran trascendencia, como son la limitación o supresión del derecho de suscripción preferencial, la ampliación o reducción del capital social, así como la fusión o escisión de la sociedad, ya que todas estas operaciones, según el artículo 40 de la Directiva 77/91 CEE, artículo 7.º de la Directiva 78/855 CEE y artículo 5.º de la Directiva 82/891, respectivamente, requieren la mayoría de dos tercios de los votos correspondientes a títulos representados.

Sin embargo, los principios que con carácter general recoge este artículo 4.º pueden ser objeto de dos tipos de excepciones: primero, cuando así lo establezca la autoridad nacional competente (8) que ha

(8) En el caso de España, conforme a la Ley 24/88, de 28 de julio de 1988, del Mercado de Valores, la autoridad competente para adoptar estas medidas es la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

de razonar «debidamente su decisión» y adoptar «todas las medidas necesarias para garantizar un trato equitativo de todos los accionistas», y segundo, cuando la sociedad a la que se dirige la OPA es una pequeña o mediana empresa.

En efecto, el último apartado del artículo 4.º, donde se recoge la posibilidad de establecer excepciones a la regla general, se encuentra justificado en casos en los que se alcance el límite del 33 por 100 de los derechos de voto de manera accidental, como pueden ser los casos de donaciones o herencias al igual que en aquellos en que una OPA no sea compatible con los intereses de los accionistas; en estos supuestos «las autoridades supervisoras» de los Estados miembros pueden establecer excepciones a la obligación de lanzar una Oferta Pública cuando se pretenda alcanzar el límite del tercio de los derechos políticos, aunque deben exponer las razones que les impulsan a establecer tales especialidades y adoptar las medidas que garanticen el principio de trato equitativo de todos los accionistas.

Por otra parte, el artículo 5.º del proyecto de Directiva señala que cuando la sociedad afectada sea una pequeña o mediana sociedad, conforme a lo dispuesto en el artículo 27 de la Directiva 78/660 CEE, sobre cuentas anuales (9), o cuando forme parte de un grupo de empresas,

(9) El artículo 27 de la Directiva 78/660 CEE dice:

«Los Estados miembros podrán autorizar a las sociedades que, en la fecha de cierre del balance, no rebasen los límites numéricos de dos de los tres criterios siguientes:

- total del balance: cuatro millones de ECUs;
- importe neto del volumen de negocios: ocho millones de ECUs;
- número medio de empleados durante el ejercicio: 250;

a no aplicar los esquemas que figuran en los artículos 23 a 26, con los límites siguientes:

a) En el artículo 23: reagrupamiento de las partidas 1 al 5, inclusive, en una partida única llamada «Ingresos brutos» o «Cargas brutas», según el caso. [El artículo 23, que regula la cuenta de pérdidas y ganancias, comprende como partidas 1 a 5 las siguientes: 1. Importe neto del volumen de negocios. 2. Variación de las existencias de productos acabados y en curso de fabricación. 3. Trabajos efectuados por la empresa para sí misma y reflejados en el activo. 4. Otros ingresos de explotación. 5.a) Cargas de materias primas y consumibles. b) Otras cargas externas.]

b) En el artículo 24: reagrupación de las partidas A1, A2 y B1 a B4, inclusive, en una partida única llamada «Ingresos brutos» o «Cargas brutas», según el caso. [El artículo 24, también cuenta de pérdidas y ganancias, comprende: A1. Reducción de la existencia de productos acabados y en curso de fabricación. A2.a) Cargas de materias primas y consumibles. b) Otras cargas externas. B1. Importe neto del volumen de negocios. B2. Aumento de las existencias de productos acabados y en curso de fabricación. B3. Trabajos efectuados por la empresa para sí misma y reflejados en el activo. B4. Otros ingresos de explotación.]

c) En el artículo 25: reagrupamiento de las partidas 1, 2, 3 y 6 en una partida única llamada «Resultado bruto». [Estas partidas del artículo 25 son las siguientes: 1. Importe neto del volumen de negocios. 2. Costos de producción de las prestaciones hechas para la realización del volumen de negocios (comprendidas las correcciones de valor). 3. Resultado bruto procedente del volumen de negocios. 6. Otros productos de explotación.]

d) En el artículo 26: reagrupación de las partidas A1, B1 y B2 en una partida única llamada «Ingresos brutos» o «Cargas brutas», según el caso. [Estas partidas del artículo 26 son: A1. Costos de producción de las prestaciones hechas para la rea-

definido en el artículo 1.º de la Directiva 83/349 CEE, no supere, al cierre del último balance, las cifras límite de dos de los tres criterios previstos en el mencionado artículo 27 de la Directiva 78/660 CEE, el oferente estará exento de la obligación de lanzar una OPA. En estos supuestos se trata de sociedades en las que las obligaciones impuestas al oferente por la Directiva podrían ocasionar gastos desproporcionados en relación con el tamaño y el valor de la sociedad afectada.

D) *Control administrativo* (arts. 6.º, 17 y 21)

Para garantizar que todas las partes intervinientes en la OPA respeten las obligaciones que se derivan de la Directiva, ésta impone, en su artículo 6.º, a los Estados miembros la obligación de designar una o varias autoridades encargadas de supervisar las Ofertas Públicas de Adquisición e informar a la Comisión de las Comunidades de los mecanismos procesales que éstas puedan establecer, así como, en su caso, del reparto de competencias.

La propuesta de Directiva deja plena libertad a los Estados para establecer la naturaleza y ámbito de la autoridad de supervisión —ésta puede ser de derecho público o privado y de ámbito nacional o regional— siempre y cuando esté dotada de las competencias suficientes para garantizar el respeto de la Directiva y, en todo caso, el poder para prohibir la publicación de un folleto de oferta incompleto o imponer al oferente la obligación de corregir un folleto de oferta deficiente y publicarlo conforme a lo establecido en el artículo 11.1.

La propuesta de Directiva define, además, en este artículo 6.º que comentamos, la competencia territorial de las autoridades supervisoras en los casos en que las OPAS afecten a empresas situadas en Estados miembros distintos a aquellos en los que residan los oferentes; en estos casos, la autoridad supervisora del folleto de oferta es la autoridad del Estado en el que tenga su domicilio la sociedad afectada. Cuando se presentan OPAS simultáneas en varios Estados miembros, la Directiva establece el reconocimiento mutuo de los documentos de oferta de modo análogo al previsto en la Directiva 87/345 CEE, para el prospecto de admisión a cotización oficial en una Bolsa de Valores.

lización del volumen de negocios (comprendidas las correcciones de valor). B1. Importe neto del volumen de negocios. B2. Otros ingresos de explotación.]

Será aplicable el artículo 12. [Este artículo señala: 1. Cuando una sociedad, en la fecha de cierre del balance, llegue a superar o bien cese de superar los límites numéricos de los de los tres criterios indicados en el artículo 11 (total del balance: 1.000.000 de ECUs; importe neto del volumen de negocios: 2.000.000 de ECUs, y número medio de empleados durante el ejercicio: 50), esta circunstancia únicamente producirá efectos, en cuanto a la aplicación de la excepción prevista en dicho artículo, si se produce durante dos ejercicios consecutivos. 2. Los importes en ECUs que figuran en el artículo 11 podrán aumentarse dentro del límite máximo del 10 por 100 para convertirlos en moneda nacional. 3. El total del balance mencionado en el artículo 11 se compondrá en el esquema del artículo 9.º (los arts. 9.º y 10 establecen los dos esquemas básicos de la estructura del balance), de las partidas A a E del activo y en el esquema previsto en el artículo 10 de las partidas A a E.]»

El artículo 6.º otorga, también, competencia a la autoridad supervisora del Estado miembro en que la sociedad afectada tenga su domicilio social para controlar el folleto de oferta regulado en el artículo 10. En caso de que la OPA se formule de forma simultánea en varios Estados miembros, el folleto se considerará aprobado automáticamente en los demás Estados, sin necesidad de que sus autoridades supervisoras exijan la consignación de datos complementarios.

Por otra parte, para evitar cualquier falseamiento del mercado de títulos objeto de una Oferta Pública, todas las personas que ejerzan o hayan ejercido actividades ante las autoridades supervisoras quedarán sujetas al secreto profesional, no pudiendo divulgar la información confidencial que hubieran recibido.

La autoridad supervisora competente deberá, en todo momento, tener conocimiento del desarrollo del proceso de la OPA. Este principio, recogido en el artículo 17 de la Directiva, tiene como finalidad fundamental controlar la legalidad de todo el procedimiento.

En efecto, mientras dure el plazo de aceptación, el oferente está obligado a facilitar, en cualquier momento, a petición de la autoridad supervisora, información sobre el número de aceptaciones notificadas hasta la fecha. Además, debe ser informada de cualquier adquisición de títulos por cualquier persona que ya posea, como mínimo, el 1 por 100 de los derechos de voto en la sociedad que haya emitido dichos títulos o por las personas que actúan en su representación o de forma concertada, así como del precio en que se han realizado estas adquisiciones. La obligación recogida en este artículo 17 se encuentra en íntima relación con el contenido del artículo 16, ya que permite el funcionamiento de la presunción de revisión de la oferta establecida en esta última disposición.

Por último, para coordinar esta acción supervisora de las autoridades nacionales, el artículo 21 crea un Comité de contacto dependiente de la Comisión de las Comunidades; a este órgano consultivo se le otorgan facultades en tres ámbitos principales: *a)* aplicación armonizada de la Directiva; *b)* concertación de las políticas nacionales, a fin de garantizar el principio de reciprocidad de los ciudadanos y empresas comunitarias en relación con la adquisición de títulos por medio de OPAS; y *c)* los desarrollos y modificaciones de la Directiva. Con todo ello se sigue el modelo que iniciara la Directiva 78/660 CEE, relativa a cuentas anuales de determinadas formas de sociedad (10).

(10) El artículo 52 de la Directiva 78/660 CEE establece:

«1. Se creará ante la Comisión un Comité de contacto que tendrá como misión:

a) Facilitar, sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 169 y 170 del Tratado, una aplicación armonizada una concertación Directiva mediante una concertación regular relativa en especial a los problemas concretos de su aplicación.

b) Aconsejar a la Comisión, sin fuera necesario, sobre los complementos o enmiendas a la presente Directiva.

2. El Comité de contacto estará integrado por representantes de los Estados miembros, así como por representantes de la Comisión. La presidencia corresponde-

E) *Información privilegiada* (art. 7.º)

El artículo 7.º consagra el principio de que cualquier información que pueda tener influencia en el mercado de títulos objeto de una Oferta se haga pública inmediatamente con el fin de evitar las operaciones de iniciados. Así, desde el momento en que el oferente acuerde la presentación de la OPA, debe hacer pública su intención por los medios que la propia Directiva establece, en su artículo 11, para la publicación del folleto de oferta. Una vez anunciada la OPA, el oferente está obligado a elaborar un folleto de oferta, de acuerdo con el artículo 10, mediante el cual se da a conocer a los destinatarios de la oferta los términos exactos de la misma.

No obstante, antes de la publicación del folleto, el oferente deberá remitirlo a la autoridad supervisora nacional y al órgano de administración o dirección de la sociedad ofertada.

F) *Posición de la sociedad ofertada* (arts. 8.º, 14 y 19)

Los órganos de dirección o administración de la sociedad ofertada deben actuar, en todo momento, en defensa de los accionistas. En consecuencia, el artículo 8.º de la Directiva prohíbe a los órganos gestores, salvo autorización expresa de la junta general de accionistas, impedir u obstaculizar el éxito de la OPA, bien sea utilizando el capital autorizado para emitir nuevos títulos con derecho a voto o que puedan convertirse en acciones que gocen de este derecho, bien sea realizando operaciones de carácter excepcional sin autorización de la autoridad supervisora que puedan ocasionar pérdidas para el activo de la sociedad afectada y, de esta manera, hacer menos atractiva la oferta. Este precepto que comentamos considera operaciones excepcionales aquellas que no se realizan en el marco de la actividad ordinaria de la sociedad, ni se concluyen de acuerdo con las condiciones normales del mercado.

Las prohibiciones previstas en este artículo 8.º surten efectos a partir del momento en que el oferente comunica a los órganos de gobierno de la sociedad afectada su intención de lanzar una OPA (art. 7.1) y se extiende hasta que concluye el plazo de aceptación.

Ahora bien, los órganos de administración de la sociedad afectada por una oferta pública no sólo está obligados al cumplimiento de las prohibiciones previstas en el artículo 8.º de la Directiva, sino que, además, han de pronunciarse sobre la misma mediante la elaboración de un informe en el que se analicen las razones a favor y en contra de la OPA (art. 14).

rá a un representante de la Comisión. La secretaría será desempeñada por los servicios de la Comisión.

3. El Comité será convocado por su presidente por propia iniciativa o bien a petición de uno de sus miembros.»

En el supuesto de «Ofertas amistosas» el informe debe incluir este extremo y, en concreto, los términos del acuerdo entre el órgano de administración de la sociedad y el oferente. Además, debe mencionar, en su caso, los acuerdos sobre el ejercicio de los derechos de voto correspondientes a los títulos de la sociedad ofertada.

Cuando la contraprestación de la Oferta Pública incluya títulos que, en ese momento, no han sido objetos de una solicitud de admisión a cotización oficial en una Bolsa de valores, el informe del órgano de administración debe adjuntar otro informe complementario elaborado por un experto independiente, nombrado o autorizado por la autoridad supervisora. En dicho informe, el experto debe declarar si la contraprestación ofertada es pertinente o razonable, emitiendo parecer sobre los métodos de evaluación utilizados para determinar dicha contraprestación; la razón de este nuevo dictamen no es otra que ofrecer a los destinatarios de la OPA un juicio independiente e imparcial sobre la relación de canje ofertada, supuesto muy similar al previsto en la Directiva 78/855 CEE, sobre fusiones de sociedades.

En efecto, en esta última Directiva —art. 10— se prevé que por cada una de las sociedades que se fusionan, uno o varios peritos independientes, designados o reconocidos por la autoridad judicial o administrativa, examinarán el proyecto de fusión y elaborarán un informe escueto destinado a los accionistas (11). El informe deberá determinar si la relación de canje es o no pertinente y razonable.

Estos peritos independientes, que podrán ser, según la legislación de cada Estado miembro, personas físicas o jurídicas, tienen el derecho a obtener de las sociedades afectadas toda la información y documentación que precisen para el cumplimiento de su misión.

Los informes del órgano de administración y, en su caso, del perito independiente deben publicarse por los mismos medios que el folleto de la oferta y presentarse a la autoridad supervisora antes del vencimiento del plazo de aceptación.

Cuando se trate de «Ofertas amistosas», el folleto de oferta y el informe del órgano de administración pueden publicarse conjuntamente en el mismo documento.

En caso de ofertas competidoras, así como en los de revisión de la oferta, es evidente que el órgano de administración de la sociedad afectada debe pronunciarse al respecto y, en consecuencia, las prescripciones reseñadas les son de plena aplicación.

Por último, y en orden a que «todos» los interesados en la operación reciban la necesaria información, la Directiva, en su artículo 19, obliga al órgano de administración a transmitir a los representantes de la sociedad afectada los documentos sobre la OPA.

(11) Las legislaciones nacionales pueden establecer también el nombramiento de un solo perito independiente para todas las sociedades en proceso de fusión, a petición unánime de éstas, por la autoridad judicial o administrativa competente.

G) *Representación del oferente y condiciones de la oferta* (arts. 9.º, 10, 12 y 13)

Como ya se ha señalado, de acuerdo con el artículo 2.º de la Directiva, el oferente es toda persona física o jurídica, incluidos los miembros de los órganos directivos de la sociedad ofertada, que formula una OPA; pues bien, para evitar que el oferente presente una oferta sin respetar las prescripciones de la Directiva, deberá estar necesariamente representado por una persona o entidad de crédito autorizados para operar en el mercado financiero de la Comunidad. De este modo se garantizan más eficazmente los intereses de los socios, ya que estas personas o entidades representantes están sujetas a las normas de conducta de los bancos y entidades financieras.

Atendiendo igualmente a este mismo interés de protección de los accionistas, la Directiva impone la obligación de incluir las condiciones de la oferta en un folleto cuyo contenido mínimo se precisa en el artículo 10.

En primer término, el folleto debe precisar la identidad de la sociedad ofertada, del oferente y su representante; en segundo lugar, ha de especificar los títulos o categoría de títulos objeto de la OPA, su número y los derechos de voto correspondientes que ya detenta el oferente y las personas que actúan en nombre propio pero por cuenta de aquél, así como aquellas que actúan de forma concertada por el propio oferente. Cuando se trata de sociedades deben tenerse en cuenta los derechos de voto que poseen las empresas participadas por la sociedad oferente (12), y aquellos que detentan los miembros del órgano de dirección de la sociedad.

El folleto debe contener también la fecha y el precio de adquisición o contraprestación por la que se hubieran adquirido los títulos de la sociedad ofertada.

Por otra parte, se debe señalar la contrapartida ofrecida por título, los métodos de evaluación para determinarla y, en caso de contraprestación en efectivo, las garantías para satisfacerla. Si el oferente financia la OPA con medios que provocan el endeudamiento de la sociedad ofertada, deberá consignar en el folleto una declaración en la que se especifique el alcance del endeudamiento. Si el oferente propone como oferta el canje de títulos, el folleto debe indicar la fecha en que los títulos transmitidos dan derecho a participar en los beneficios. Igualmente, el oferente puede supeditar su oferta a condiciones que requerirán la aprobación de la autoridad supervisora y que debe mencionar en el folleto de oferta.

Además, se precisarán los trámites que han de realizar los aceptantes de la oferta para recibir la contraprestación por sus títulos, el plazo de aceptación de la oferta, las posibles ventajas que el oferente otorgue a los órganos de dirección de la sociedad ofertada, los acuerdos

(12) Ver artículo 1 de la Directiva 83/349 CEE, sobre cuentas consolidadas.

sobre el ejercicio de los derechos de voto de los títulos de dicha sociedad y la identidad de las personas del entorno del oferente, es decir, las personas por cuenta de las que actúe el oferente, las empresas participadas por el mismo y las personas que actúan de forma concertada con él.

En interés de todas las partes en la Oferta Pública y teniendo en cuenta la política social que persigue la Comunidad, la Directiva establece, asimismo, que en el folleto de oferta se especifiquen las intenciones del oferente sobre el futuro de la sociedad afectada y, en especial, la continuidad de los miembros de su órgano de administración y de su personal.

Por último, este artículo 10 prescribe que cuando la contrapartida incluya títulos de nueva emisión que en el momento de la oferta no se ha solicitado su admisión a cotización oficial, el folleto se acompañará de un prospecto elaborado de conformidad con la Directiva 80/390 CEE (13).

Hay que tener en cuenta, no obstante, que las condiciones de la oferta recogidas por la Directiva no tienen carácter exhaustivo, sino que las autoridades competentes de los Estados miembros podrán imponer condiciones adicionales a incluir en el folleto de la oferta que por circunstancias específicas sean necesarias para una completa información de los destinatarios de la oferta.

Como ya hemos señalado en el apartado B), correspondiente a la protección de los accionistas, es obligatoria la publicación del folleto de oferta y, en su caso, del prospecto adjunto. Conforme al artículo 11 de la Directiva la publicación debe hacerse en uno o varios periódicos de difusión nacional y en el «Boletín Oficial del Estado» miembro donde tenga su sede la sociedad ofertada.

La Directiva, artículo 12, establece también los plazos máximo y mínimo para la aceptación de la oferta por los accionistas de la sociedad afectada; el plazo de aceptación que ha de señalarse en el folleto de oferta no podrá ser inferior a cuatro ni superior a diez semanas desde la publicación del folleto.

Lógicamente el plazo debe ser, al mismo tiempo, amplio para que destinatarios de la OPA tengan los mayores elementos de juicio sobre las condiciones de la oferta (a este respecto deben tener acceso al informe del órgano de administración de la sociedad afectada), pero también lo suficientemente limitado, para no obstaculizar por un período demasiado largo el pleno ejercicio de la actividad social, máxime si tenemos en cuenta que el artículo 8.º de la propia Directiva establece una serie

(13) La Directiva 80/390 CEE señala que el folleto que se publicará para la admisión de valores en Bolsa contendrá la información referente a los accionistas que, directa o indirectamente, detentan un porcentaje del capital superior al 20 por 100.

Ver mi trabajo *La protección a los inversores en caso de adquisición y cesión de acciones que cotizan en Bolsa: un comentario a la propuesta de Directiva de la Comunidad*, en «Boletín de Derecho de las Comunidades Europeas», núm. 16, julio-agosto 1988.

de restricciones a los órganos de gobierno de la sociedad afectada que parece conveniente no alargar en demasía.

También este artículo 12 prescribe que, salvo autorización debidamente motivada de la autoridad supervisora, el plazo de aceptación de la OPA sólo podrá modificarse si se ha lanzado una oferta competidora.

La retirada libre y discrecional de una OPA, una vez que se ha publicado el folleto, se encuentra en contradicción con la propia naturaleza de la oferta pública, pues implicaría una enorme inseguridad en los mercados y una evidente indefensión de los accionistas. Para evitar maniobras cuyo objetivo no sea la obtención del control o de una parte significativa de los derechos de voto de la sociedad ofertada, el artículo 13 de la Directiva prohíbe la retirada de la OPA, salvo en las circunstancias siguientes:

- En caso de ofertas competidoras.
- En caso de que la junta general de la sociedad oferente rechace la emisión de nuevos títulos para remunerar a los destinatarios de la oferta, cuando estos títulos no sean admitidos a cotización oficial en una Bolsa de valores.
- En caso de que no exista la autorización judicial o administrativa preceptiva para la adquisición de los títulos objeto de la OPA. [Un ejemplo característico de este supuesto sería la desautorización de la operación por la autoridad encargada de salvaguardar la libre competencia (14).]
- Por último, en caso de que no se cumpla alguna de las condiciones de la oferta recogida en el folleto y aceptada por la autoridad supervisora.

Excepcionalmente, el oferente también puede retirar su oferta cuando, por razones ajenas a la voluntad de las partes, la autoridad supervisora lo autorice motivadamente.

La retirada de la oferta debe publicarse por los mismos medios que el folleto de oferta y comunicarse a la autoridad supervisora.

(14) En España, la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, establece en su artículo 12 que «todo proyecto u operación de concentración de empresas o de toma de control de una o varias empresas por parte de otra persona, empresa o grupo de empresas, siempre que afecte o pueda afectar al mercado español y especialmente la creación o reforzamiento de una posición de dominio, podrá ser remitido por el Ministerio de Economía y Hacienda al Tribunal de Defensa de la Competencia para su informe:

a) cuando se adquiriera o se incrementa una cuota igual o superior al 25 por 100 del mercado nacional, o de una parte sustancial del mismo, de un determinado producto o servicio, o

b) cuando la cifra del volumen de ventas global en España del conjunto de los participantes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 20.000.000 de pesetas».

H) *Revisión de la oferta* (arts. 15 y 16)

Es difícil valorar si la revisión de una oferta pública es más o menos favorable que la inicial, especialmente cuando se ofrecen títulos como contraprestación; quizá sea ésta la razón por la que la Directiva no establezca un concepto de «revisión de la oferta», obligando al oferente a que, si la realiza, lo sea al alza.

En cualquier caso, el artículo 15 otorga al oferente la facultad de revisar la oferta, salvo en la última semana del plazo de aceptación. En este caso, y con objeto de conceder a los destinatarios el tiempo suficiente para tomar una decisión, debe prorrogarse en una semana más dicho término de aceptación de la oferta inicial; este término puede modificarse previa autorización de la autoridad supervisora.

Cuando se produce la decisión de una revisión de la oferta, la Directiva impone la obligación de publicarla. En este supuesto el oferente debe, además, redactar y publicar un documento en el que se haga constar las modificaciones del folleto de la oferta.

Además, para garantizar la igualdad de trato de los destinatarios de la OPA, los Estados miembros, en el desarrollo de la Directiva, deben asegurar que tales destinatarios puedan acogerse a la oferta revisada, aunque hubieran aceptado la oferta inicial.

Por su parte, el artículo 16 establece la presunción de revisión de la oferta siempre que el oferente adquiera, durante el plazo de aceptación, títulos de la sociedad afectada a un precio superior al fijado en el folleto de oferta.

I) *Ofertas competidoras* (art. 20)

La Directiva favorece la presentación de contra-OPAS que, sin duda, benefician a sus destinatarios. Así, el artículo 20 autoriza las ofertas competidoras de la ya publicada; éstas deben cumplimentar los mismos requisitos que la oferta inicial tanto en su procedimiento de presentación, contenido y publicación de los informes, como en su plazo de aceptación y revisión. Sin embargo, para garantizar el buen funcionamiento del mercado y la información puntual de los interesados, el oferente competidor debe publicar el folleto de la nueva oferta antes de concluir el plazo de aceptación de la OPA inicial.

En el supuesto de ofertas competidoras, el oferente inicial puede retirar su oferta; si la mantiene, el plazo para aceptarla se prorroga necesariamente hasta la conclusión de la oferta competidora. Esta prórroga se publica y se comunica a la autoridad supervisora, de conformidad con las reglas generales de la Directiva.

Para evitar la multiplicación de ofertas aparentemente competidoras, salvo autorización de la autoridad supervisora, este artículo 20 de la Directiva prohíbe presentar ofertas públicas de esta naturaleza a las

personas que actúan de forma concertada con el oferente o que actúan en nombre propio pero por cuenta de aquél.

J) *Transposición y destinatarios de la Directiva* (arts. 22 y 23)

Los Estados miembros de la Comunidad, destinatarios de la Directiva, artículo 23, adoptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la misma. Si bien no se ha fijado todavía el plazo en que debe realizarse la «transposición» de esta norma comunitaria, sí se prescribe —art. 22— la obligación de los Estados miembros de informar a la Comisión de las Comunidades sobre «el texto de las disposiciones esenciales de derecho interno que adopten en el ámbito regulado por la presente Directiva».

K) *Recapitulación*

La propuesta de Directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones constituye un nuevo paso de la adaptación del derecho comunitario de sociedades. La Comisión, con esta Directiva, pretende la armonización de las legislaciones nacionales sobre la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones de sociedades anónimas o sociedades comanditarias con la finalidad de establecer condiciones de transparencia, lealtad de las transacciones e igualdad de oportunidades en la utilización de los instrumentos financieros y bursátiles imprescindibles en el proceso de reestructuración industrial que requiere el Mercado Unico Europeo.

La propuesta de Directiva sobre OPAS, que se encuadra en el derecho de sociedades, hay que distinguirla claramente del reglamento sobre el control comunitario de las concentraciones empresariales (15) que constituye su contrapartida en el derecho de la competencia.

La Comunidad pretende resolver los problemas que pueden plantear las Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado Unico Europeo en el marco de su programa de coordinación del derecho de sociedades, cuyo fundamento jurídico se encuentra en el artículo 54 del Tratado CEE. Esta coordinación quiere garantizar una protección equivalente tanto de las sociedades y sus accionistas como de terceros en todos los Estados miembros.

Si bien es prematuro determinar con precisión cuál va a ser el resultado definitivo de la regulación comunitaria de las OPAS, ya que la propuesta de Directiva está siendo objeto de un minucioso análisis por

(15) Ver mi trabajo *La concentración de empresas: la necesidad de un control comunitario*, en «Bolcín de Derecho de las Comunidades Europeas», núm. 15, mayo-junio 1988.

parte del Consejo, si podemos resumir los principios generales de base de la propuesta, que sumariamente son los siguientes:

a) La Directiva contiene un conjunto de normas destinadas a garantizar la igualdad de trato de los destinatarios de la OPA, así como de la publicidad y transparencia de la operación:

- Prohibición de «OPAS parciales»: con la finalidad de evitar ofertas especulativas, la Directiva impone la obligación de que las ofertas públicas de adquisición comprendan la totalidad de las acciones de la sociedad que se pretende adquirir.
- La obligación del adquirente de una parte de las acciones (a partir del 30 por 100) de ofertar sobre la totalidad de los títulos a fin de que los accionistas se beneficien, en su conjunto, de la oferta.
- La necesidad de que exista una declaración previa del oferente sobre las intenciones de la oferta, tanto en relación con los activos societarios como con la continuidad de la actividad de la empresa «opada», el mantenimiento de los puestos de trabajo y el nivel de endeudamiento (especialmente en los casos de *Leveraged Buy Out*).

La Directiva impone la obligación de que esta declaración se comunique inmediatamente a los representantes de los trabajadores. El documento de oferta que debe hacerse público deberá contener, además, las condiciones de la operación, así como las normas aplicables en caso de ofertas competidoras.

b) La propuesta de Directiva regula también las medidas que pueden adoptarse como consecuencia de una OPA. En concreto, se señala que medidas como el aumento de capital, la venta de activos o la absorción de filiales sólo pueden aprobarse por la junta general y no por el consejo de administración de la sociedad; a este último le corresponde únicamente, mientras dura la OPA, la mera gestión de los asuntos ordinarios.

c) Respecto de las garantías previstas en la Directiva, el control de estas operaciones corresponde a las autoridades nacionales competentes que pueden paralizar el procedimiento cuando consideren que no existe información suficiente o no se encuentren debidamente especificadas las condiciones de la oferta.

Esta propuesta de Directiva constituye, sin duda, un avance importante en la construcción del Mercado Único Europeo; la Comisión de Bruselas tiene intención de aprobar una segunda directiva para coordinar, específicamente, las medidas de defensa que pueden adoptar las sociedades frente a las llamadas OPAS hostiles.

III. LA NUEVA REGULACIÓN FRANCESA

A) *Antecedentes*

Francia se ha adelantado a la aprobación definitiva de la Directiva comunitaria y ha adoptado una nueva reglamentación sobre ofertas públicas de adquisición de acciones.

La primera normativa francesa que reguló las ofertas públicas data de 1966 (16). Pero con independencia de otras modificaciones, la reforma legislativa de 1986 al Reglamento General de la Compañía de Agentes de Cambio y a la Decisión General de la Comisión de Operaciones de Bolsa de 25 de julio de 1978 (17) ha sido la legislación que ha estado vigente hasta la fecha.

El «Journal Officiel» de 30 de septiembre de 1989, publica dos *arrêtés* del Ministro de Economía, Finanzas y Presupuesto en el que se recogen la nueva normativa francesa sobre las ofertas públicas de compra y de canje y las adquisiciones de paquetes de acciones que otorgan el control de una sociedad.

La primera de estas normas comprende dos nuevos títulos, el título V, artículos 5-1-1 a 7-5-3, y el título VII, artículos 7-1-1 a 7-5-3 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores; la segunda contiene el Reglamento número 89-03 de la Comisión de Operaciones de Bolsa sobre Ofertas Públicas y adquisiciones de paquetes de control (18).

Al igual que hemos hecho en el examen de la propuesta de Directiva comunitaria, vamos a analizar esta reglamentación sistematizándola en los apartados siguientes:

B) *Ambito de aplicación y definiciones*

La técnica de la oferta pública de compra (OPA) o de canje (OPE) permite a una persona física o jurídica dar a conocer públicamente a los accionistas de una sociedad que está dispuesta a adquirir sus títulos a un precio determinado. Esta es la noción de oferta pública que recoge el artículo 1.º del Reglamento número 89-03 de la Comisión de Operaciones de Bolsa (COB).

Se entiende, en consecuencia, por oferente o promotor de la oferta a toda persona física o jurídica que pretenda adquirir un número mí-

(16) Ver, especialmente, los trabajos de TROCHU, *Les OPAS*, «Rev. Dr. Com.», 1967, pág. 695; MAZZIOTA, *Les offres publiques*, Thèse, París, I, 1979; BEZARD, *Les OPAS*, Masson, 1982.

(17) J. O. de 13 de agosto de 1978, modificado por el Reglamento de 13 de marzo de 1983. Además, la Comisión de Operaciones de Bolsa (COB) aprobó un Reglamento sobre la admisión de valores mobiliarios a cotización oficial, de 20 de febrero de 1987 (J. O. de 4 de marzo de 1987).

(18) Como anejo a este trabajo se recoge la traducción íntegra de estos dos Reglamentos.

nimo de acciones que le otorgue el control de una sociedad con sede en el territorio de la República; tendrán, además, esta consideración las personas que actúen concertadamente con el oferente principal, bien por ser sociedades participadas por el propio oferente, bien por ser personas con éste vinculadas por medio de acuerdos o participaciones en sociedades que controla el promotor de la oferta pública.

La empresa afectada es aquella cuyas acciones son objeto de una oferta pública, así como las personas que actúan concertadamente con esta sociedad.

Conforme al Reglamento número 89-03 de la Comisión de Operaciones de Bolsa sobre ofertas públicas, tanto el oferente como la sociedad afectada deben garantizar que «sus actos, acuerdos y decisiones no tengan por efecto comprometer el interés social y la igualdad de trato de los accionistas».

Toda oferta pública de adquisición debe estar avalada por una entidad de crédito, es decir, por aquellas «personas jurídicas que efectúan, como profesión habitual, operaciones bancarias»; estas operaciones comprenden la recepción de fondos del público, las operaciones de crédito o la gestión de medios de pago (art. 1 de la Ley 84-46, de 24 de enero de 1984).

C) *Procedimiento*

Las ofertas públicas de compra o de canje pueden llevarse a cabo conforme a un doble procedimiento: ordinario o simplificado; este último está previsto para casos tasados que no supongan propiamente un cambio en el control de la sociedad.

a) *Procedimiento ordinario.*

Los artículos 7 al 12 del Reglamento número 89-03 de la COB, concordantes con los artículos 5-2-1 al 5-2-29 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores, regulan el procedimiento ordinario de las ofertas públicas de adquisición.

Todo proyecto de oferta pública debe presentarse al Consejo de Bolsas de Valores por mediación de una o varias entidades de crédito que avalarán por cuenta propia o del oferente el carácter irrevocable de la oferta.

Cuando el Consejo reciba el proyecto de oferta suspenderá la cotización de los títulos de la sociedad o sociedades afectadas e informará de la OPA al Ministro de Economía y a la Comisión de Operaciones de Bolsa. La suspensión ha de publicarse en el «Boletín Oficial de Cotización» con precisión de la identidad del oferente, de las entidades que avalan la oferta y la sociedad afectada, el número de títulos que se propone adquirir el oferente y el precio y los plazos para aceptar la oferta.

Desde la fecha de publicación del proyecto de oferta, el oferente y la entidad o entidades avalistas deben presentar ante la Comisión de Operaciones de Bolsa y el Consejo de Bolsas de Valores sendos documentos.

Las entidades de crédito que avalen la operación han de presentar ante el Consejo un folleto informativo en el que se contengan los siguientes extremos:

- el objetivo y las intenciones del oferente respecto de la sociedad afectada;
- el número de títulos que el oferente se compromete a adquirir; de acuerdo con el objetivo que se persiga, el oferente puede reservarse la facultad o bien limitar el número de títulos que se compromete a adquirir o bien comprar todos o parte de los títulos ofertados por encima de ese número;
- El número de títulos presentados en respuesta a la oferta que, en su caso, darían lugar a que el oferente se reservara la facultad de renunciar a la oferta, y
- el precio o las paridades de canje a que el oferente se compromete a adquirir los títulos, así como los elementos que se han tenido en cuenta para determinarlo y las condiciones de pago o de canje previstas.

Si la oferta pública fuera una OPE y el oferente una sociedad anónima, su consejo de administración se comprometerá a proponer a la junta general de accionistas el acuerdo de emisión de nuevas acciones destinadas a remunerar a los propietarios de títulos de la sociedad afectada que aceptaren la oferta.

El Consejo de Bolsas de Valores dispone de un plazo máximo de cinco días de sesiones bursátiles siguientes a la presentación del folleto para pronunciarse sobre la admisión de la oferta; durante este plazo podrá solicitar a la entidad de crédito avalista cualquier información complementaria que considere oportuna, así como, en su caso, el depósito de un aval en metálico o en títulos. A la conclusión del término de los cinco días, el Consejo dará a conocer su decisión mediante acuerdo publicado en el «Boletín Oficial de Cotización».

Para que el Consejo acuerde la admisión de la oferta, es necesario que previamente la Comisión de Operaciones de Bolsa otorgue su visto-bueno a la nota informativa que ha de presentarle el oferente. Esta nota informativa debe precisar la identidad y características del oferente, sus intenciones respecto de la política industrial, financiera y social y la cotización de los títulos de la sociedad afectada, el precio de la oferta y los elementos que han servido de base para su determinación, el número de títulos que el oferente se compromete a adquirir y, en su caso, el número de títulos presentados a la oferta en cuya virtud se reserva la facultad de renunciar a la operación, el número de títulos de la sociedad afectada que ya posea directa o indirectamente o de forma concertada, las condiciones de financiación de la operación y sus repercusiones sobre el activo, la actividad y los resultados de la sociedad afectada.

tada y, por último, los acuerdos que hubiere realizado sobre la oferta con terceros, así como toda indicación sobre las personas con las que actúa concertadamente.

La entidad o entidades de crédito avalistas deberán garantizar la exactitud de los datos contenidos en la nota informativa, la cual deberá remitirse a la sociedad afectada.

La COB dispone de un plazo de cinco días de cotización bursátil siguientes a la fecha de registro del proyecto de nota informativa para dar su vistobueno. No obstante, durante este plazo, que puede prorrogarse por otros cinco días, la COB solicitará toda la información complementaria que considere oportuna.

Otorgado, en su caso, el vistobueno, la entidad de crédito avalista de la operación remitirá a la sociedad afectada un ejemplar visado de la nota informativa. Dicha sociedad, en el plazo de cinco días de sesiones de Bolsa siguientes a la recepción de este documento deberá remitir a la COB un proyecto de nota informativa que contendrá la siguiente información:

- el reparto del capital social, así como las sociedades en las que participa;
- los acuerdos del Consejo de Administración adoptados en relación con la oferta pública;
- el acuerdo motivado del Consejo de Administración o del órgano directivo sobre las ventajas e inconvenientes que presenta la oferta para la sociedad afectada y sus accionistas, con expresión del número de votos por los que dicho acuerdo se ha adoptado, haciéndose constar, en su caso, la identidad y las motivaciones de los consejeros o directivos discrepantes.

La COB deberá dar el vistobueno a esta nota informativa en el plazo de los tres días siguientes de cotización al de su presentación.

La transparencia se garantiza mediante la difusión de estas notas informativas. En efecto, en el plazo de los cuatro días de cotización siguientes al otorgamiento del vistobueno, la COB asegura su publicación en al menos un periódico de información financiera de difusión nacional. Es más, en casos excepcionales para garantizar la información de los accionistas y del público en general, la COB podrá solicitar del Consejo de Bolsas de Valores que retrase la fecha de conclusión de la oferta pública.

b) *Procedimiento simplificado.*

Los artículos 14 y 15 del Reglamento número 89-03 de la COB, en concordancia con los artículos 7-1-1 al 7-1-6 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores, establecen un procedimiento simplificado para la tramitación de las ofertas públicas. Este procedimiento será de aplicación, exclusivamente, en los siguientes casos:

- 1.º) Cuando el oferente posea, directa o indirectamente, al menos las dos terceras partes del capital o los derechos de voto de la sociedad afectada y pretenda el control total de la misma.
- 2.º) Cuando la oferta se refiera a obligaciones o pagarés no convertibles en acciones.
- 3.º) Cuando la sociedad, que ha acordado en asamblea general una reducción del capital que no es consecuencia de pérdidas, compra sus acciones para su anulación (19).
- 4.º) Cuando la oferta se limite a una participación del 10 por 100 de los derechos de voto de la sociedad, incluyendo los títulos que, directa o indirectamente, posea ya el oferente.

Cuando la oferta pública tenga como pretensión la adquisición del 100 por 100 del capital de la sociedad o el control total de la junta general de la sociedad afectada mediante la posesión de todos los derechos de voto, el oferente o promotor de la oferta que debe estar en posesión, directa o indirectamente, de al menos las dos terceras partes del capital o derechos de voto de dicha sociedad, debe dirigir escrito al Consejo de Bolsas de Valores en el que se compromete, formal e irrevocablemente, a adquirir en el mercado o a aceptar en canje (según sea OPA u OPE) el número total de títulos que se le presenten de la sociedad afectada durante un plazo mínimo de diez días de cotización en Bolsa, a contar desde el acuerdo de admisión por el Consejo de Bolsas.

El escrito de oferta debe contener, al menos, las siguientes precisiones: identidad del oferente, objetivos que se persigue con la oferta, el porcentaje del capital que ya se detenta directa o indirectamente, el precio de compra de los títulos y los elementos que se han tenido en cuenta para su determinación (en el caso de OPA), las condiciones de canje propuestas a los accionistas de la sociedad afectada y, en concreto, la naturaleza y especificaciones de los títulos propuestos en canje, las paridades de canje previstas y, en su caso, el montante del saldo en metálico (en el caso de OPE), así como la duración de validez de la oferta.

Además, el oferente deberá dar a conocer las condiciones en que permanecerán los accionistas de la sociedad afectada que no deseen responder a la oferta.

El promotor de la OPA debe avalar su oferta por una entidad financiera o banco. A este respecto, el Consejo de Bolsas puede exigir el depósito previo de los fondos destinados a remunerar a los accionistas que quieran vender sus títulos, (caso de OPA) o los títulos destinados al canje y las cantidades en metálico correspondientes (caso de OPE).

Previo al acuerdo de admisión del Consejo, la Comisión de Operaciones de Bolsa deberá aprobar las condiciones de la oferta. El anuncio

(19) Este supuesto está previsto en aplicación del artículo 217 de la Ley número 66-537, de 24 de julio de 1966, que, si bien prohíbe la autocartera, permite, no obstante, a una sociedad comprar un número determinado de acciones para su anulación cuando la asamblea general de accionistas haya autorizado al Consejo de Administración a reducir el capital, siempre y cuando no sea consecuencia de pérdidas.

de admisión se publicará en el «Boletín Oficial de Cotización» y en al menos un periódico de información financiera de difusión nacional.

Para la aplicación del procedimiento simplificado a una oferta pública que pretenda la compra de obligaciones o pagarés no convertibles, el Consejo de Bolsas puede autorizar la utilización de un procedimiento de adjudicación. En este caso el iniciador de la OPA está obligado a adquirir a un precio determinado todos los títulos que se ofrezcan, pudiéndose reservar la facultad de adquirir todos o parte de los títulos presentados a un precio superior al precio de oferta. El propio Consejo fijará las condiciones de aplicación de este procedimiento de adjudicación.

Cuando la oferta pública se limite a una participación del 10 por 100 de los derechos de voto y el número de títulos depositados en respuesta de la misma excede del número demandado por el oferente, procede, salvo acuerdo en contra del Consejo de Bolsas, la reducción de las órdenes de compra proporcionalmente a los títulos ofertados.

Por último, hay que señalar, conforme al artículo 7-1-6 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores, que las disposiciones sobre el procedimiento ordinario tienen carácter supletorio para las ofertas públicas tanto de compra como de canje que se lleven a cabo de acuerdo con el procedimiento simplificado.

D) *Porcentaje mínimo*

Conforme al artículo 5-3-1 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores, las personas tanto físicas como jurídicas que, directa o indirectamente, pretendan adquirir un porcentaje superior a un tercio de los derechos de voto en una sociedad, deberán presentar un proyecto de oferta pública ante el Consejo.

Asimismo, deberán lanzar una OPA u OPE aquellas personas que detentando ya un número de títulos que representen entre la mitad y la tercera parte de los derechos de voto de una sociedad pretendan adquirir más de las dos terceras partes de dichos derechos políticos.

Como puede fácilmente comprobarse, este porcentaje mínimo del 33 por 100 viene a coincidir, en parte, con el establecido en el proyecto de Directiva comunitario, con la diferencia de que en esta última norma dicho porcentaje de títulos comprende los que ya poseyera el oferente de la OPA, mientras que en Reglamento francés se distinguen dos puestos: un tercio de los derechos de voto cuando no se posea un número de títulos entre el 33 y el 50 por 100 que otorguen tales derechos y dos tercios cuando el oferente cuente ya con títulos que representen el mencionado porcentaje entre el 33 y el 50 por 100 de los derechos de voto en las juntas generales de la sociedad afectada.

Este porcentaje mínimo es superior al establecido por la normativa española; en efecto, el todavía vigente Real Decreto 279/1984 recoge como porcentaje mínimo el 25 por 100.

No obstante, se establecen una serie de excepciones a esta regla

general; así, el Consejo de Bolsas de Valores puede eximir de la obligación de presentar una OPA cuando la adquisición es consecuencia de una transmisión a título gratuito o bien de una operación de fusión o aportación de activos realizada por los accionistas de la sociedad cuyos títulos se han adquirido, cuando la adquisición del número de títulos, aun siendo superior a la tercera parte de los derechos de voto, no exceda, sin embargo, del 3 por 100 del número total de dichos derechos de voto de la sociedad y el adquirente o adquirentes se comprometan a volver a colocar los títulos que excedan, en un plazo no superior a dieciocho meses y, por último, cuando el aumento del porcentaje de títulos con derecho de voto sea consecuencia de una reducción del número total de títulos con derecho a voto de la sociedad. Parece claro que en todos estos supuestos no es procedente la presentación de una oferta pública, ya que en todos ellos el objetivo que se persigue es distinto al control efectivo de la entidad.

No obstante, en estas excepciones sigue rigiendo el principio básico de transparencia del mercado, ya que el Consejo de Bolsas competente para autorizar la excepción solicitada deberá publicar dicha autorización en el «Boletín Oficial de Cotización», precisando el motivo de la excepción y, en su caso, el compromiso asumido por el adquirente.

E) *Garantías de los accionistas*

El artículo 3 del Reglamento número 89-03 de la COB recoge un conjunto de principios generales que han de regir en la actuación de las personas afectadas por la oferta pública para asegurar la transparencia informativa, los intereses de los accionistas y del público en general.

En concreto, se establecen cuatro principios básicos: primero, el oferente y la sociedad afectada, así como todas las personas que actúen concertadamente con ellos deben garantizar, durante el periodo de vigencia de la oferta pública, que sus actos, acuerdos y decisiones no tienen por efecto comprometer el interés social y la igualdad de trato e información de los accionistas; segundo, si los órganos directivos de la sociedad afectada pretenden realizar actos distintos a los de mera gestión ordinaria, deberán notificarlo a la COB, a fin de que ésta pueda velar por la transparencia informativa; tercero, se establece el libre juego de la competencia de las distintas ofertas competidoras que pudieran presentarse y, cuarto y último, salvo disposición legal en contrario, ninguna cláusula estatutaria de una sociedad «opada» puede oponerse a una oferta pública de adquisición de acciones.

Como ya ha quedado señalado en epígrafes anteriores, uno de los principios fundamentales en que se basa la normativa francesa es, precisamente, la información que debe proveerse a los accionistas y al público en general en el caso de presentarse una oferta pública. Esta información se garantiza mediante la publicación de la nota informativa que debe elaborar el oferente y aprobar la COB sobre las condiciones en que aparece formulada la oferta.

En concreto, el artículo 12 del Reglamento número 89-03 de la COB establece que las notas informativas se pondrán a disposición de los accionistas dentro de los cuatro días de cotización siguientes a la aprobación de dicha nota por la COB; la publicidad se garantiza mediante su inclusión en al menos un periódico de información financiera de difusión nacional.

Para mayor garantía de los accionistas de la sociedad afectada, durante el plazo de vigencia de la oferta pública, todas las órdenes de venta de títulos deben transmitirse en el mercado.

F) *Revisión de la oferta*

Conforme al artículo 5-2-24 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores, concordante con el artículo 13 del Reglamento de la COB, número 89-03, el promotor de una oferta pública de compra puede revisar los términos de la operación, mediante la presentación al Consejo de un nuevo documento, antes de los diez días naturales de la conclusión del plazo de la oferta inicial, en el que precisará los términos de la revisión al alza de la oferta en relación con las condiciones precedentes.

Las nuevas condiciones y, en su caso, los nuevos plazos fijados para la oferta se darán a conocer al público mediante anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización».

El oferente de una oferta pública de canje podrá, asimismo, modificar los términos de su oferta, a condición de que esta modificación se presente antes de los diez días naturales de la fecha de cierre de la operación.

Si se admite la oferta modificada, el Consejo de Bolsas de Valores hará públicas las nuevas condiciones y plazos de la oferta mediante acuerdo publicado en el «Boletín Oficial de Cotización».

Además, la nueva normativa prevé un supuesto de revisión automática de la oferta pública en el artículo 5-2-25 del Reglamento General del Consejo de Bolsas.

G) *Ofertas competidoras*

Las ofertas públicas competidoras de compra deben representar al menos, en relación con la oferta inicial, un aumento del 2 por 100 del precio estipulado para cada título de la sociedad ofertada. Estas ofertas deben presentarse ante el Consejo de Bolsas de Valores en las mismas condiciones y requisitos que la oferta inicial. La publicación en el «Boletín Oficial de Cotización» de una oferta pública competidora anula las órdenes de venta de títulos en respuesta a la oferta anterior.

El promotor de una oferta anterior deberá notificar al Consejo de Bolsas de Valores, antes del décimo día anterior a la conclusión del plazo

de la oferta competidora, si mantiene su propuesta inicial, si renuncia a la oferta o si modifica las condiciones de la misma.

Sin embargo, puede admitirse una OPA competidora si su oferente, sin modificar el precio estipulado para los títulos que comprende la oferta, se limita a suprimir la condición del número mínimo de títulos que han de presentarse en respuesta a la oferta para que ésta no se retire por el promotor inicial.

En el caso de que se presentaren varias ofertas públicas de canje competidoras, es el Consejo de Bolsas de Valores quien debe apreciar si las modificaciones que se han introducido mejoran sustancialmente las condiciones de canje estipuladas y hacen necesaria la ampliación de los plazos previstos.

H) *Retirada de la oferta*

La retirada de una oferta pública puede producirse en dos supuestos concretos: primero, cuando se presentare una oferta competidora, el oferente de la OPA inicial podrá renunciar a su oferta comunicándolo al Consejo de Bolsas; segundo, cuando los títulos presentados en respuesta a la oferta pública no alcancen el número mínimo necesario previsto en las condiciones de la operación. En ambos casos tiene plena justificación la retirada de la oferta, en el primero en virtud del principio de la libre competencia y, en el segundo, porque la oferta se ve frustrada, al no alcanzar el oferente el número de títulos necesarios para obtener el control de la sociedad ofertada.

I) *Control de las ofertas públicas*

El control sobre las ofertas públicas, recogido en una nueva reglamentación francesa, es extremadamente riguroso.

Conforme al artículo 22 del Reglamento número 89-03 de la COB, durante el período de vigencia de una oferta pública, las sociedades afectadas, sus administradores, las personas que posean al menos un 5 por 100 de acciones con derecho a voto y todas aquellas que actúen concertadamente con ellas deberán declarar diariamente, después de cada sesión de Bolsa, ante la Sociedad de Bolsas Francesas, las órdenes de compra y venta que hubieren efectuado sobre los títulos objeto de la oferta.

La misma obligación corresponde a las personas que adquieran, después de producirse la oferta, una cantidad de acciones con derecho a voto de la sociedad afectada que representen al menos el 0,5 por 100 de su capital.

En las declaraciones de esta naturaleza debe precisarse: el nombre y domicilio del vendedor y del adquirente, la fecha de la compra y el número de títulos negociados y la cotización a la que se hayan adquirido.

El control sobre las OPAS se extiende, igualmente, a todos los intermediarios bursátiles que intervienen en la gestión de las órdenes de compraventa de los títulos objeto de la oferta pública; a este respecto, la Comisión de Operaciones de Bolsa puede solicitar durante la vigencia de la operación cualquier información sobre la identidad del librador de la orden de venta.

Concluyendo, si bien habría que decir que la nueva reglamentación francesa sobre ofertas públicas de adquisición se ha adelantado a la aprobación definitiva por el Consejo de la Comunidad del proyecto de Directiva sobre esta misma materia, sin embargo, no existe contradicción alguna con el mismo. Su importancia es especialmente significativa para nuestro país, ya que, con seguridad, servirá como pauta para el reglamento que el Gobierno debe adoptar no sólo en cumplimiento de la futura Directiva comunitaria, sino, además, del artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores.

José Luis RUIZ-NAVARRO PINAR
Letrado de las Cortes Generales

ANEJO (*)

TITULO V

*De las operaciones de toma de control:
las ofertas públicas de compra o de canje
y las adquisiciones de paquetes de control*

CAPÍTULO I

Normas generales

Artículo 5-1-1

Los preceptos del presente título serán aplicables a las operaciones de toma de control por una persona que actúe sola o concertadamente en el sentido del artículo 356-1-3 de la Ley número 66-537, de 24 de julio de 1966 (1), de una sociedad de derecho francés cuyos títulos tengan cotización oficial o se coticen en un mercado secundario o se negocien fuera de cotización en Bolsa, siempre que dichas operaciones se efectúen conforme a uno de los siguientes procedimientos:

- oferta pública de compra o de canje;
- adquisición de un paquete de títulos y ejecución por un procedimiento de garantía de cotización.

*) Traducción: José Luis RUIZ-NAVARRO PINAR.

(1) El artículo 356-1 de la Ley número 66-537, de 24 de julio de 1966, dice:

«Toda persona física o jurídica que pretenda adquirir un número de acciones que representen más del veinte, diez o cincuenta, o la tercera parte o la mitad del capital de una sociedad que tenga su sede en territorio de la República Francesa, informará a la sociedad, en un plazo de quince días desde que adquiera dicho porcentaje, del número total de acciones que posca (modificado por Leyes 85-705 y 87-416).

Informará, asimismo, al Consejo de Bolsas de Valores, en el plazo de cinco días de sesión bursátil desde que adquiera dicho porcentaje, cuando las acciones de la sociedad tengan cotización oficial en Bolsa o se negocien en un mercado secundario. El Consejo de Bolsas de Valores dará a conocer esta información al público.

Las informaciones mencionadas en los dos párrafos precedentes se llevarán a cabo, en los mismos plazos, cuando la participación en el capital disminuya en los porcentajes a los que se refiere el párrafo primero.

Para determinar tales porcentajes de participación se asimilarán a las acciones en posesión de las personas a las que se refiere el párrafo primero:

- 1.º Las que se encuentren en poder de sociedades controladas por aquéllas.
- 2.º Las que posean terceras personas en virtud de acuerdos con sociedades que controlan.
- 3.º Las que dicha persona o una de aquéllas mencionadas en los números 1.º y 2.º tengan derecho a adquirir, a iniciativa propia, en virtud de un acuerdo; en este caso, las informaciones se proveerán a la fecha del acuerdo.

Los estatutos de la sociedad pueden contener una obligación suplementaria de información referente a la posesión de porcentajes de capital inferiores al 20 por 100 mencionado en los párrafos precedentes.»

Artículo 5-1-2

Las sociedades por acciones que tengan su sede en territorio francés, cuyos títulos tengan cotización oficial o se negocien en un mercado secundario, notificarán al Consejo de Bolsa de Valores el número total de derechos de voto existentes, en virtud de lo dispuesto en el artículo 365-1-1 de la Ley número 66-537, de 24 de julio de 1966 (2).

La Sociedad de Bolsas Francesas publicará estas informaciones en el «Boletín Oficial de Cotización».

Artículo 5-1-3

Se asimilan a las acciones y derechos de voto en poder de una persona que actúe sola o concertadamente las acciones y derechos de voto comprendidos en el artículo 365-1-2 de la Ley número 66-537, de 24 de julio de 1966 (3).

CAPÍTULO II

De las ofertas públicas de compra o de canje

Artículo 5-2-1

Todo proyecto de oferta pública de compra o de canje de títulos con cotización oficial o que se negocien en un mercado secundario o bien fuera de cotización en alguna Bolsa de Valores, se presentará al Consejo por mediación de una o varias entidades a las que se refiere la Ley número 84-46, de 24 de enero de 1984 (4), que garanticen por cuenta propia o por las personas que toman la iniciativa de la operación, el carácter irrevocable del compromiso de oferta.

Cuando el Consejo reciba el proyecto de oferta pública, su Presidente suspenderá la cotización de los títulos de la sociedad o sociedades afectadas. Informará de la oferta al Ministro de Economía (Dirección del Tesoro y Dirección General de la Competencia y del Consumo) y a la Comisión de Operaciones de Bolsa.

El plazo de la oferta pública dará comienzo con la publicación en el «Boletín Oficial de Cotización» de la notificación del aviso de suspensión de cotización que dé a conocer las características principales del

(2) Ver nota 1.

(3) Ver nota 1.

(4) El artículo 1.º de la Ley 84-46, de 24 de enero de 1984, establece:

«Las entidades de crédito son las personas jurídicas que efectúan, como profesión habitual, operaciones bancarias.»

Las operaciones bancarias comprenden la recepción de fondos del público, las operaciones de crédito, así como la puesta de medios de pago a disposición de la clientela o la gestión de los mismos.»

proyecto de oferta, especialmente la identidad del oferente, de las entidades que avalan la oferta y la sociedad afectada, el número de títulos que se propone adquirir el oferente y el precio o las condiciones de canje que ofrezca.

Artículo 5-2-2

Con excepción de los casos en que se autorice el empleo de un procedimiento simplificado previsto en el artículo 7-1 del presente Reglamento, la oferta pública de compra o de canje debe comprender un número de títulos que representen al menos las dos terceras partes del capital que confiera derechos de voto en las juntas generales de la sociedad emisora, incluidos los títulos que ya posea, directa o indirectamente.

Artículo 5-2-3

Una oferta pública de compra o de canje podrá ser, bien únicamente una oferta pública de compra y OPA, o bien una oferta pública de canje u OPE, o bien una oferta alternativa, OPA u OPE con carácter principal, o una OPE o una OPA con carácter subsidiario.

Artículo 5-2-4

Cuando la oferta pública inicial sea una oferta mixta —oferta alternativa de compra o de canje, oferta de compra con contraprestación parcial en títulos u oferta de cambio con saldo en metálico—, las normas específicas aplicables serán las de las ofertas públicas de compra o de canje, según los casos, en función del carácter principal que dé a la operación el promotor (5) de la oferta pública, todo ello bajo reserva del acuerdo del Consejo.

1.º Disposiciones comunes a las Ofertas Públicas de Compra y a las Ofertas Públicas de Canje

Artículo 5-2-5

Para acreditar un proyecto de Oferta Pública, las entidades que lo avalan deben presentar un folleto en el que se precisarán:

(5) Normalmente, traducidos por «oferente» el término *initiateur*, que es el que utiliza la versión española del texto de las Comunidades Europeas sobre la propuesta de Directiva referente a las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones —documento COM (88) 823, final—; no obstante, en este caso hemos preferido usar «promotor» para evitar el pleonasma.

- el objetivo del oferente y las intenciones que persigue en la fecha de la presentación de la oferta;
- el número de títulos que el oferente se comprometa a adquirir; de conformidad con el objetivo que persiga, el oferente podrá reservarse la facultad, no obstante lo dispuesto en el artículo 5-2-2, bien limitar el número de títulos que se haya obligado a adquirir, bien adquirir la totalidad o parte de los títulos ofertados por encima de dicho número;
- en su caso, el número de títulos presentados en respuesta a la oferta por debajo del cual el oferente se reserva la facultad de renunciar a su operación;
- el precio o las paridades de canje a las que el oferente se compromete a adquirir los títulos, los elementos que se han tenido en cuenta para determinar esos precios o paridades y las condiciones de pago o de canje previstas.

El folleto deberá adjuntar, en su caso, copia de la solicitud de autorización a los efectos de la normativa sobre inversiones extranjeras o de una normativa que prevea la intervención de una instancia nacional o internacional para autorizar o aprobar la operación en cuestión.

La presentación del folleto se hará conforme se determine por la decisión general del Consejo, por carta que dirigida al propio Consejo avalará, con la firma de una o varias de las entidades presentadoras, el carácter irrevocable y la veracidad de los compromisos asumidos por el oferente.

Si la oferta es una oferta pública de canje cuyo promotor, si se trata de sociedad por acciones, propone el canje de los títulos por acciones de la misma, la admisión de los compromisos adoptados por el oferente conlleva la obligación de sus directivos de proponer a la junta general de accionistas un acuerdo de emisión de títulos destinados a remunerar a los vendedores con las cláusulas y en las condiciones previstas en la oferta pública.

Artículo 5-2-6

El Consejo dispondrá de un plazo máximo de cinco días de sesiones de Bolsa siguientes a la presentación del folleto, para pronunciarse sobre la admisión de la oferta. A la expiración de este plazo, deberá dar a conocer su decisión mediante anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización».

Artículo 5-2-7

Durante el plazo previsto en el artículo 5-2-6, el Consejo tiene competencia para:

- Exigir de la entidad avalista cualquier justificación y garantía complementaria.

- Exigir el depósito de un aval en metálico o en títulos.
- Previo examen del precio o de las paridades de canje propuestas, del número de títulos que el oferente se compromete a adquirir, en su caso, el número mínimo de títulos que deberán presentarse para que no se renuncie a la oferta, así como, en su caso, la naturaleza, características y mercado de los títulos cuyo canje se propone, solicitar una revisión del proyecto.

Artículo 5-2-8

Si declara la oferta pública admisible, el Consejo publicará el anuncio de admisión de la oferta una vez que hubiese recibido el vistobueno de la nota informativa expedido por la Comisión de Operaciones de Bolsa, así como copia, en su caso, de las autorizaciones exigidas por la legislación vigente.

Artículo 5-2-9

El anuncio de admisión de la oferta pública, publicado en el «Boletín Oficial de Cotización», deberá precisar la identidad de la oferta, la denominación de la entidad o entidades avalistas, el número de títulos que el oferente se compromete a adquirir, en su caso, el número de títulos que deberán presentarse como respuesta a la oferta para que no se renuncie a la misma, el precio de la oferta o las paridades de cambio propuestas, la fecha de conclusión de la oferta, las condiciones previstas para la expedición de los títulos y el pago de las cantidades y, con carácter general, el calendario conjunto de la operación.

El plazo previsto entre el día de la publicación o de entrada en vigor del anuncio y la fecha de cierre de la oferta no podrá ser inferior a veinte sesiones de Bolsa.

Las órdenes de las personas que respondan positivamente a la oferta se recibirán por los intermediarios hasta la fecha de cierre de la oferta.

Durante el período de validez de la oferta, el Consejo podrá prorrogar la fecha de cierre de la misma. El anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización» dará a conocer el nuevo calendario de la operación.

Artículo 5-2-10

La publicación del anuncio de admisión de una oferta pública no implicará la autorización de la operación, según el derecho de concentraciones empresariales. Conforme a la Orden Ministerial número 86-

1243, de 1 de diciembre de 1986 (6), el oferente está facultado para notificar este proyecto al Ministerio de Economía (Dirección General de Competencia y del Consumo), que, en ausencia de esta notificación previa, conservará sus facultades de control.

Artículo 5-2-11

La suspensión de la cotización de los títulos de las sociedades afectadas se levantará, en principio, el segundo día posterior a la publicación en el «Boletín Oficial de Cotización» del anuncio de admisión de la oferta.

Artículo 5-2-12

Las personas que descan presentar sus títulos en respuesta a la oferta, transmitirán sus órdenes a los intermediarios cualificados de su elección. Dichas órdenes podrán revocarse en todo momento incluso el día del cierre de la oferta.

Artículo 5-2-13

Los intermediarios remitirán a las Sociedades de Bolsas francesas los títulos ofertados por sus clientes en respuesta de la oferta pública, a más tardar en la fecha límite fijada en el anuncio del Consejo. Esta remisión irá acompañada de una carta que certifique el cumplimiento de las condiciones y cláusulas del anuncio de admisión de la oferta pública y de una memoria que indique, mediante relación de clientes, el número de títulos ofertados.

Artículo 5-2-14

El resultado de la oferta pública será objeto de un anuncio del Consejo que se publicará en el «Boletín Oficial de Cotización». Dicho anuncio dará a conocer bien que la oferta ha quedado sin efecto, o bien que ha surtido un efecto positivo.

Si se declara sin efecto la oferta, el propio anuncio o uno posterior precisará la fecha en que los títulos que se hubieran presentado en respuesta de la oferta deben restituirse a los intermediarios depositantes.

Si la oferta tuviese efecto positivo, el anuncio precisará el número

(6) La Orden Ministerial número 86-1243, de 1 de diciembre de 1986, sobre libertad de precios y de la competencia, establece en su artículo 38:

«Todo proyecto de concentración o toda concentración que pueda atentar contra la competencia, especialmente por el establecimiento de una posición dominante, podrá someterse, por el Ministro de Economía, a informe del Consejo de la Competencia.»

de títulos adquiridos por el oferente y la eventual reducción que puedan afectar a las órdenes de venta o de canje. En este último caso, el propio anuncio o uno posterior precisará la fecha en que los títulos presentados en respuesta de la oferta que no han sido adquiridos por el oferente en razón de la reducción de las órdenes, deben restituirse a los intermediarios depositantes.

Durante el período comprendido entre la fecha de cierre de la oferta o bien la fecha de publicación del anuncio del Consejo del que la oferta ha tenido efecto positivo sin reducción de las órdenes de venta o de canje o bien la fecha en la que los títulos deban restituirse total o parcialmente a los intermediarios depositantes, el oferente y las personas que con él hayan actuado concertadamente no podrán ni enajenar en el mercado título alguno de la sociedad afectada por la oferta que posean en el momento de cierre de la misma, ni comprar títulos de dicha sociedad a un precio superior al de la oferta.

Artículo 5-2-15

En caso de reducción de las órdenes de venta, éstas se realizarán proporcionalmente, a reserva de los ajustes necesarios.

Artículo 5-2-16

Las ofertas públicas competidoras de una oferta ya publicada en el «Boletín Oficial de Cotización», podrán presentarse al Consejo y admitirse por éste a condición de que cumplan las normas previstas en los artículos 5-2-1 y 5-2-5 y se presenten con diez días de antelación, por lo menos, a la fecha de cierre de la oferta anterior.

Artículo 5-2-17

La publicación en el «Boletín Oficial de Cotización» de un anuncio de suspensión de cotización en razón de la presentación de una oferta pública competidora, anulará las órdenes de presentación de títulos cursadas en respuesta de la oferta anterior y dirigidas a los intermediarios como consecuencia de la publicación de ésta.

El promotor de una oferta anterior deberá notificar al Consejo antes del décimo día anterior a la fecha de cierre de la oferta competidora, si mantiene su propuesta inicial, si renuncia a la oferta o modifica su naturaleza y condiciones o bien si aumenta su oferta pública de compra o bien si modifica su oferta pública de canje.

Artículo 5-2-18

En el caso de que se publiquen sucesivamente ofertas públicas en el «Boletín Oficial de Cotización», el Consejo fijará a la fecha de cierre

de la última oferta, las fechas previstas para el cierre de la oferta u ofertas anteriores.

Artículo 5-2-19

Durante el plazo de vigencia de una oferta pública que afecte a títulos negociables en el mercado de liquidación mensual (*reglement mensuel*):

- las órdenes ejecutables con pago mensual deberán quedar cubiertas al 100 por 100 en metálico, si se trata de órdenes de compra e ir precedidas del depósito de los títulos si se trata de órdenes de venta, si bien esto no será aplicable a las órdenes cursadas para la resolución de posiciones tomadas para la compra o la venta antes de publicarse el anuncio a que se refiere el artículo 5-2-1;
- se suspenderá la cotización de las opciones condicionales de compra o venta a plazo fijo (*stellages*);
- si los títulos de la sociedad afectada por la oferta fueren objeto de opciones negociables, podrá el Consejo bien hacer uso de lo dispuesto en el artículo 4-3-10 del presente Reglamento y acordar que el ejercicio y la asignación de las opciones negociables sobre el valor que se haya propuesto la oferta, se efectúen obligatoriamente en forma de pago en metálico en lugar de la entrega de los títulos, o bien exigir que las órdenes de cuenta de opciones de compra y de opciones de venta sólo serán admisibles por los intermediarios, previo depósito de los títulos susceptibles de ser entregados, salvo que dichas órdenes tengan por objeto la resolución de posiciones abiertas con anterioridad al anuncio previsto en el artículo 5-2-1.

Artículo 5-2-20

Durante el plazo de vigencia de una oferta pública, todas las órdenes deben transmitirse en el mercado, quedando prohibidas las aplicaciones de órdenes de compra u órdenes de venta y las operaciones de contrapartida, así como el registro de todo contrato opcional.

Sin embargo, el párrafo anterior no afectará a las aplicaciones que resulten de la ejecución de los contratos de opción registrados previamente a la publicación del anuncio al que se refiere el artículo 5-2-1.

La validez de las órdenes no ejecutadas durante la oferta expirará de pleno derecho a la fecha de cierre de la misma.

Artículo 5-2-21

Las operaciones de compra o de venta que en aplicación de las normas establecidas por la Comisión de Operaciones de Bolsa deban de-

clarar las sociedades afectadas por una oferta pública, sus administradores, las personas que posean al menos un 5 por 100 de los derechos de voto en las juntas generales y cualquier otra persona que actúe, directa o indirectamente, concertadamente con ellas, serán objeto de publicación en el «Boletín Oficial de Cotización» del día siguiente a la fecha de la negociación. El «Boletín Oficial de Cotización» especificará asimismo, en cada publicación, los cambios que se han producido en la sesión bursátil sobre los títulos de las sociedades afectadas.

Artículo 5-2-22

En el caso de una oferta pública de canje por la que la sociedad oferente ofrezca acciones u obligaciones convertibles o canjeables objeto de cotización a los poseedores de títulos de la sociedad afectada, las declaraciones y publicaciones en el «Boletín Oficial de Cotización» se extienden a las operaciones que afecten a los títulos ofrecidos en canje y a las operaciones que tengan por objeto las acciones de las sociedades afectadas.

Artículo 5-2-23

Cuando hayan transcurrido más de diez semanas desde la publicación del anuncio de admisión de una oferta pública, el Consejo, para acelerar la competencia entre ofertas públicas sucesivas, dentro del respeto a su alternancia, podrá fijar un plazo límite para la presentación de cada una de dichas ofertas. Este plazo no puede ser inferior a tres sesiones de cotización en Bolsa desde la fecha de publicación del anuncio de admisión de las ofertas sucesivas.

2.º Disposiciones especiales sobre las ofertas públicas de compra

Artículo 5-2-24

El promotor de una oferta pública de compra tendrá la facultad de aumentar las condiciones de su oferta, a condición de que los presente al Consejo, antes de los diez días naturales de la expiración de los plazos mencionados en el anuncio de admisión para la conclusión de la oferta. Las nuevas condiciones y, en su caso, los nuevos plazos fijados para la oferta se pondrán en conocimiento del público mediante anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización».

Artículo 5-2-25

Durante el plazo de su oferta, el oferente o las personas que actúen concertadamente con él estarán autorizadas para intervenir en el mer-

cado de títulos de la sociedad afectada, salvo que el oferente se haya reservado la facultad de reducir el número de títulos presentados en respuesta a su oferta por encima del número de título establecido en la misma.

Cuando la intervención en el mercado se realice por encima del precio de la oferta, quedará automáticamente incrementado este precio hasta el 102 por 100, como mínimo, del precio estipulado y, por encima de esta cuantía, hasta el nivel del precio efectivamente pagado en el mercado, cualesquiera que sean el número de títulos adquiridos y el precio de adquisición, sin que el oferente tenga la facultad de modificar las demás condiciones de la oferta.

La misma regla se aplicará, en su caso, al mercado de derechos de suscripción de una emisión de títulos de capital realizada por la sociedad afectada; cuando la intervención en el mercado se realice a un precio superior al precio de paridad, calculado por la diferencia entre el precio de oferta y el precio de emisión, quedará automáticamente incrementado dicho precio hasta el 102 por 100, como mínimo, del precio estipulado y por encima de esta cuantía, hasta el nivel del precio efectivo de paridad en las mismas condiciones a las que se refiere el párrafo anterior.

Artículo 5-2-26

Las ofertas públicas de compra competidoras de una oferta pública de compra inicial deben representar, en relación con la oferta anterior, un aumento del 2 por 100, como mínimo, del precio estipulado para cada título de la sociedad afectada.

Sin embargo, podrá admitirse una oferta pública de compra competidora si su oferente, sin modificar el número de títulos comprendidos y el precio estipulado, se limita a suprimir la condición del número mínimo de títulos presentados en respuesta para que su oferta tenga resultado positivo.

3.º Disposiciones específicas para las ofertas públicas de canje

Artículo 5-2-27

El promotor de una oferta pública de canje tendrá la facultad de modificar los términos de su oferta a condición de que esta modificación se presente antes de los diez días naturales de la fecha del cierre de la oferta.

Si admite la oferta modificada, el Consejo hará públicas las nuevas condiciones y los nuevos plazos fijados para la oferta mediante anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización».

Artículo 5-2-28

Cuando se presenten ofertas de canje competidoras, el Consejo apreciará si las modificaciones que se introducen mejoran significativamente las condiciones de canje estipuladas y hacen necesaria la ampliación de los plazos previstos.

Artículos 5-2-29

Durante el período de la oferta, el oferente, así como las personas que actúan concertadamente con él, no podrán intervenir ni directa ni indirectamente por cuenta propia o ajena en los títulos propuestos en cajen si éstos estuvieren sometidos a cotización y, de forma general, en el mercado de títulos de sociedades afectadas por la oferta.

CAPÍTULO III

*De la presentación obligatoria de un proyecto
de Oferta pública*

Artículo 5-3-1

Cuando una persona física o jurídica, que actúe sola o concertadamente, posea, como consecuencia de una adquisición de títulos o derechos de voto, más de las dos terceras partes del capital social o más de un tercio de los derechos de voto en las juntas generales de una sociedad francesa con cotización oficial o que se negocian en un mercado secundario de una Bolsa de Valores, tendrán la obligación de informar inmediatamente al Consejo y de presentar un proyecto de oferta pública que le permita poseer, a la fecha de cierre de la oferta, los dos tercios, como mínimo, del número total de títulos que confieran derechos de voto, incluidos los títulos que ya posea, debiendo el proyecto estar redactado en tales condiciones que permita su admisibilidad por el Consejo.

El proyecto de oferta pública no podrá incluir ninguna cláusula que prevea la presentación necesaria de un número mínimo de títulos para que la oferta tenga resultado positivo. Sin embargo, el oferente podrá reservarse la facultad de reducir proporcionalmente las órdenes que se den en respuesta a su oferta, de manera que él no pueda poseer más de las dos terceras partes del número total de títulos con derecho de voto.

Artículo 5-3-2

La determinación del umbral de un tercio del número de títulos representativos del capital, previsto en los artículos que comprenden el

presente capítulo, se extienden a los títulos que confieran derechos de voto, si el capital de la sociedad afectada cuenta con títulos sin derecho a voto.

Artículo 5-3-3

Las personas físicas o jurídicas, tanto si actúan solas como concertadamente, deberán respetar la obligación establecida en el artículo 5-3-1 cuando, al asumir el control de una sociedad, adquieran, directa o indirectamente, más de un tercio de los títulos del capital o más de un tercio de los derechos de voto en las juntas generales de una sociedad francesa cuyos títulos están sometidos a cotización oficial o se negocian en un mercado secundario, cuando los títulos en poder de la sociedad cuyo control se ha adquirido representan una parte esencial de sus activos.

Artículo 5-3-4

La obligación prevista en el artículo 5-3-1 se aplicará a las personas físicas o jurídicas que, actuando solas o concertadamente, posean directa o indirectamente un número de títulos que comprende entre la mitad y la tercera parte del total del capital social o derechos de voto de una sociedad e incrementen en un período inferior a un año, el número de títulos o derechos de voto en un 2 por 100, como mínimo, del número total de títulos del capital o de los derechos de voto de la sociedad o pasen a poseer la mayoría absoluta de ese número total.

Las personas a las que se refiere este artículo notificarán a la Sociedad de Bolsas francesa las variaciones del número de títulos del capital o de los derechos de voto que posean.

Artículo 5-3-5

A reserva de lo dispuesto en el artículo 5-3-1, los preceptos de los artículos comprendidos en el presente título y referentes a las ofertas públicas de compra y de canje serán de aplicación a las ofertas públicas cuya presentación fuese obligatoria.

Artículo 5-3-6

El Consejo podrá dispensar de la obligación de presentar un proyecto de oferta pública si las personas a las que se refieren los artículos 5-3-1 y 5-3-4 acreditan ante el mismo el cumplimiento de una de las siguientes condiciones:

- que la adquisición es consecuencia, bien de una transmisión a título gratuito, bien de una operación de fusión o aportación par-

- cial de activos aprobada por los accionistas de la sociedad cuyos títulos se han adquirido;
- que la adquisición del número de títulos del capital o el número de derechos de voto superior al umbral de la tercera parte, no excede del 3 por 100 del número total de títulos del capital o derechos de voto de la sociedad y el adquirente o adquirentes se comprometen a volver a colocar los títulos o derechos de voto adquiridos en exceso en un plazo de 18 meses;
 - que el aumento del porcentaje del número total de títulos del capital o derechos de voto sea consecuencia de la reducción del número total de títulos del capital o derechos de voto de la sociedad;
 - que la persona o personas controlaban ya la sociedad en el sentido del párrafo tercero del primer inciso del artículo 355-1 de la Ley número 66-537 de 24 de julio de 1966 sobre sociedades mercantiles (7);
 - que la sociedad se encuentre ya mayoritariamente controlada por uno o varios accionistas que actúan concertadamente, distintos a aquellos a los que se refieren los mencionados artículos 5-3-1 y 5-3-2;
 - la persona o personas que adquieren títulos o derechos de voto por cuenta de uno o varios cedentes exteriores al grupo al que pertenezcan, cuando dicho grupo controle ya la sociedad en el marco de una consolidación de cuentas de las sociedades que lo componen;
 - las personas que controlan la sociedad emisora proceden a una nueva colocación de títulos dentro del grupo, sin que dicha colocación tenga como efecto modificar significativamente el equilibrio de los miembros asociados en el grupo;
 - la persona o personas que se proponen adquirir un paquete de acciones en tales condiciones que den lugar a la aplicación de los artículos comprendidos en el capítulo IV del presente título.

Artículo 5-3-7

Si el Consejo otorga la dispensa solicitada, la publicará en el «Boletín Oficial de Cotización», precisando, en concreto, el motivo y, en su caso, el compromiso suscrito por el adquirente.

(7) El artículo 355-1 de la Ley número 66-537, de 24 de julio de 1966, dice:

«Se considera, por aplicación de los párrafos 2 y 4 de la presente sección, que una sociedad controla a otra:

- cuando posea directa o indirectamente un porcentaje del capital que le confiere la mayoría de los derechos de voto en las juntas generales de dicha sociedad;
- cuando disponga, ella sola, de la mayoría de los derechos de voto en dicha sociedad, en virtud de un acuerdo concluido con otras sociedades o accionistas y el mismo no es contrario a los intereses de la sociedad;

CAPÍTULO IV

De las adquisiciones de paquetes de control y el procedimiento de garantía

Artículo 5-4-1

Deberá ser objeto de solicitud dirigida al Consejo todo proyecto de adquisición por una o varias personas de un paquete de acciones que conlleve el control mayoritario de los derechos de voto de una sociedad cuyas acciones están sometidas a cotización oficial o se negocian en un mercado secundario o no se coticen en alguna Bolsa de valores.

Esta solicitud, presentada por la persona física o jurídica que, actuando sola o concertadamente, se proponga adquirir un paquete de acciones, deberá precisar la identidad del cedente o cedentes y de los cesionarios de las acciones, la fecha, la forma de ejecución y el precio de la cesión, y el número de acciones negociadas o cedidas. Deberá, en su caso, comprender copia de la solicitud de autorización, conforme a la normativa que prevea la intervención de una instancia nacional o internacional habilitada para autorizar o aprobar la operación en cuestión.

Artículo 5-4-2

El adquirente del paquete de acciones deberá comprometerse a comprar en Bolsa todos los títulos que se le presenten a cotización o al precio al que deba efectuarse la cesión del paquete de acciones. Por excepción, y con la autorización del Consejo, la cotización garantizada podrá ser inferior a la cotización o al precio de cesión del paquete de control, si la cesión va acompañada de una cláusula de garantía del pasivo que cubra un riesgo identificado o prevea una forma de pago que no consista en un pago inmediato en metálico.

El compromiso de compra comprenderá un período de quince sesiones de Bolsa, como mínimo, contadas desde el primer día de cotización siguiente a la fecha de publicación del anuncio de la operación por el Consejo. Durante este plazo, el cesionario del paquete de acciones deberá declararse adquirente de todos los títulos que se presenten a la venta, al precio previsto y solamente a este precio.

A fin de garantizar el buen resultado del compromiso de compra, el Consejo podrá requerir al adquirente de un paquete de control que consiga la garantía de una entidad a la que se refiere la Ley número 84-

— cuando acuerda de hecho, por los derechos de voto que posee, las decisiones en las juntas generales de la sociedad.

Se presume que ejerce este control cuando disponga, directa o indirectamente, de un porcentaje de derechos de voto superior al 40 por 100 y ninguna otra sociedad o accionista posea, directa o indirectamente, un porcentaje superior al suyo.»

46, de 24 de enero de 1984 (8), o deposite los fondos correspondientes en una sociedad de Bolsa.

Artículo 5-4-3

En cuanto se le dé cuenta del proyecto, el Consejo suspenderá la cotización de los títulos en cuestión.

Artículo 5-4-4

Si se considera que se cumplen las condiciones previstas en los artículos 5-4-1 y 5-4-2 y después de haber recibido copia de las autorizaciones requeridas, en su caso, por la legislación vigente, el Consejo dará a conocer el acuerdo mediante anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización».

El anuncio deberá contener todas las precisiones necesarias para la información de los accionistas y del público en general sobre las condiciones a las que se realiza la adquisición del paquete de acciones que otorgan el control, en concreto, la identidad del enajenante o enajenantes, así como los cesionarios, el precio y el número de títulos cedidos, la cotización a la que el cesionario se compromete a intervenir en el mercado y el período de validez del compromiso.

Artículo 5-4-5

Cuando los títulos constitutivos de un paquete de acciones se negocien en el mercado de liquidación mensual (*marché R. M.*), el Consejo suspenderá la cotización del valor durante dos sesiones de Bolsa desde la fecha de publicación en el «Boletín Oficial de Cotización» del anuncio a que se refiere el artículo 5-4-4.

Expirado este plazo, cualesquiera órdenes de venta con liquidación mensual (*a reglement mensuel*) requerirán el depósito previo de los títulos objeto de la transacción. Podrá eventualmente suspenderse la cotización de las opciones condicionales de compra o de venta a plazo fijo (*stellages*).

No se podrá otorgar dispensa alguna de la norma del párrafo precedente más que en favor de las órdenes destinadas a la ejecución de las posiciones adoptadas, en compra o venta, antes de publicarse el anuncio del Consejo en el «Boletín Oficial de Cotización».

Artículo 5-4-6

Las personas físicas o jurídicas, tanto si actúan solas o concertadamente, deberán respetar las obligaciones establecidas en el presente ca-

(8) Ver nota 4.

pítulo cuando, al asumir el control de una sociedad, pasen a poseer, directa o indirectamente, la mayoría de los derechos de voto en las juntas generales de una sociedad francesa cuyos títulos se cotizan en un mercado oficial o en un mercado secundario, siempre que las acciones en poder de la sociedad cuyo control se haya adquirido representen una parte esencial del activo.

Artículo 5-4-7

La Sociedad de Bolsas o a las sociedades de Bolsa encargadas de la negociación de un número de títulos que le parezcan representar las características de un paquete de control deberán garantizar ante la Sociedad de Bolsas francesas la regularidad de la operación, conforme a las disposiciones del presente capítulo.

El Consejo estará facultado para adoptar todas aquellas medidas que garanticen el respeto del adquirente de un paquete de control de una sociedad de las obligaciones que hubiese contraído.

TITULO VII

De las operaciones especiales

CAPÍTULO I

Del procedimiento simplificado de oferta pública

Artículo 7-1-1

El Consejo podrá autorizar la utilización de un procedimiento simplificado de oferta pública de acciones con cotización oficial o que se negocian en un mercado secundario o no se coticen una Bolsa de Valores en los siguientes casos:

- el de una oferta limitada a una participación en el capital de la sociedad afectada, cuando el oferente pretenda adquirir una participación de al menos el 10 por 100 de las acciones con derecho a voto o del 10 por 100 de los derechos de voto de la sociedad afectada, incluidos los títulos de la misma naturaleza y los derechos que ya posea, directa o indirectamente;
- el de una oferta rescate de sus acciones por una sociedad al amparo del artículo 217 de la Ley número 66-537, de 24 de julio de 1966 (9);

(9) El artículo 217 de la Ley 66-537, de 24 de julio de 1966, dice:

«Se prohíbe la suscripción o compra por la sociedad de sus propias acciones, bien directamente o por una persona que, actuando en nombre propio, lo hace por cuenta de la sociedad.

- el de una oferta formulada por un accionista que posea ya, directa o indirectamente, al menos las dos terceras partes del capital y de los derechos de voto de una sociedad y que pretenda el control total del capital de la misma;
- el de una oferta de compra o de canje, con o sin pago de la diferencia, de obligaciones o pagarés que no supongan una participación en el capital ni sean convertibles en acciones.

Artículo 7-1-2

En el caso en que una oferta de participación o una oferta de rescate, el oferente podrá limitar la duración de su oferta pública de compra al plazo comprendido entre los diez y quince días de sesión bursátil.

Deberá comprometerse ante el Consejo a abstenerse de toda intervención en el mercado durante la vigencia de su oferta.

Si el número de títulos presentados en respuesta a la oferta excediere de la cantidad solicitada por el oferente, procederá, salvo acuerdo en contrario del Consejo, la reducción de las órdenes de compra en las condiciones previstas en el artículo 5-2-15.

Artículo 7-1-3

En el caso en que una oferta de compra o de canje, que pretenda controlar el 100 por 100 del capital de una sociedad y en el caso de una oferta de compra o de canje sobre obligaciones o bonos convertibles, el oferente dirigirá al Consejo una carta en la que asumirá el compromiso irrevocable de adquirir en el mercado o de aceptar en canje, durante un plazo mínimo de diez días de cotización en Bolsa, el número total de títulos de la sociedad afectada que se le presenten.

Expondrá en su carta las razones de su oferta y las condiciones por las que los poseedores de títulos no deseen responder positivamente a su oferta continuarán, en su caso, como socios o acreedores de la sociedad y podrán negociar con terceros, una vez que la oferta haya concluido.

El oferente dará a conocer, asimismo, bien el precio de compra al que se compromete a adquirir los títulos, bien las condiciones de canje propuestas a los accionistas de la sociedad afectada, precisando, en concreto, la naturaleza y las especificaciones de los títulos propuestos en canje, las paridades de cambio previstas y, en su caso, la diferencia que debe pagarse en metálico.

Deberá asegurar sus obligaciones mediante garantía de una o varias entidades a las que se refiere la Ley número 84-46, de 24 de enero de

Sin embargo, la asamblea general que ha acordado una reducción del capital que no es consecuencia de pérdidas puede autorizar al Consejo de Administración o a los directivos, según los casos, a comprar un número determinado de acciones para su anulación.»

1984 (10). El Consejo podrá exigir el depósito previo en las cajas de la Sociedad de Bolsas francesas de los fondos destinados a remunerar las adquisiciones en cuestión o los títulos destinados al canje, así como las cantidades en metálico.

Artículo 7-1-4

El anuncio de oferta pública simplificado por el Consejo deberá precisar, en concreto, la identidad del oferente, el número de títulos de la sociedad o del colectivo afectado que ya posea el oferente, la denominación de la entidad o entidades que hubieran otorgado su garantía a la operación, el precio ofrecido o, en su caso, las condiciones de canje propuestas y el periodo de validez de la oferta.

Artículo 7-1-5

Para la realización de una oferta pública simplificada que pretenda la compra de obligaciones o bonos que no supongan participaciones en el capital, el Consejo podrá autorizar la utilización de un procedimiento de adjudicación, obligándose el oferente a adquirir a un precio determinado todos los títulos que se ofrezcan a dicho precio y reservándose la facultad de adquirir, dentro del límite estipulado por cada comprador, todos o parte de los títulos presentados a un precio superior al precio de oferta. El Consejo fijará mediante decisión las condiciones de aplicación de este procedimiento de adjudicación.

Artículo 7-1-6

Con independencia de las disposiciones especiales previstas en el presente capítulo para cada uno de los tipos de oferta pública simplificada que en él se definen, los preceptos del Capítulo II del título V serán de aplicación a las ofertas públicas que se efectúen conforme al procedimiento simplificado.

CAPÍTULO II

De las ofertas públicas de adquisición total

Artículo 7-2-1

Con independencia de los preceptos de los artículos del presente Capítulo, y salvo disposición en contrario, las ofertas públicas de adquisición total se llevará a cabo conforme a lo establecido en los artículos 7-1-3, 7-1-4 y 7-1-6 sobre procedimiento simplificado de oferta pública.

(10) Ver nota 4.

Artículo 7-2-2

Cuando una persona física o jurídica o un grupo de personas físicas o jurídicas, actuando de forma concertada, sean accionistas de una sociedad cuyos títulos estén sometidos a cotización oficial o se negocien en un mercado secundario y posean, al menos, el 95 por 100 de los derechos de voto, el accionista de uno o varios títulos del capital que confieran derechos de voto o de uno o varios títulos con derecho a voto no pertenecientes al grupo mayoritario podrá solicitar al Consejo que exija el depósito de estas acciones o que dicho grupo mayoritario presente un proyecto de oferta pública de compra de esos títulos.

Después de proceder a las comprobaciones necesarias, el Consejo notificará la solicitud a la sociedad afectada y examinará juntamente con dicha sociedad, así como con la entidad o entidades que garantizarán la operación y que la misma haya designado, el contenido y las condiciones de ejecución de la oferta pública de adquisición total. Esta deberá comprender la totalidad de los títulos representativos del capital o que den acceso al mismo y las acciones con derecho de voto que no estén en posesión del accionariado o grupo mayoritario.

Después de pronunciarse sobre la admisión del proyecto de oferta pública de adquisición total, el Consejo publicará el anuncio de oferta pública simplificada.

Artículo 7-2-3

La persona o personas físicas o jurídicas que posean como mínimo el 95 por 100 del número total de títulos del capital que confieran derechos de voto o un número de derechos de voto de una sociedad cuyas acciones coticen en Bolsa o se negocien en un Mercado secundario, podrán presentar en el Consejo un proyecto de oferta pública de adquisición total que comprenda la totalidad de los títulos del capital o dé acceso al mismo y las acciones con derecho a voto, que no se encuentren en su poder.

Después de proceder a las comprobaciones necesarias y pronunciarse sobre la admisión del proyecto de oferta pública de adquisición total, el Consejo publicará el anuncio de oferta pública simplificada en la que se precisará el objeto de la misma, y cualquiera que sea su resultado, acordará la exclusión de la cotización oficial o de la del mercado secundario para la totalidad de los títulos representativos del capital social o que den acceso al mismo, la sociedad afectada, una vez acordada la exclusión, ya no podrá considerarse como una entidad que se dirige públicamente al ahorro, salvo que quede inscrita en la cotización oficial o en el mercado secundario de valores.

Artículo 7-2-4

La persona o personas físicas o jurídicas que posean la mayoría de los dos tercios de los derechos de voto de una sociedad anónima cuyas acciones coticen en Bolsa o se negocien en un mercado secundario y que se haya transformado en sociedad comanditaria por acciones deberán, desde que se hubiere adoptado por la Junta general de accionistas el acuerdo sobre la transformación de la sociedad, presentar un proyecto de oferta pública, de adquisición total de acciones.

El Consejo deberá pronunciarse sobre este proyecto de oferta pública.

El anuncio de oferta de adquisición total publicado por el Consejo podrá precisar que el accionista o el grupo mayoritario de accionistas se reserve la facultad, al desenlace de la oferta y en función de su resultado, de solicitar que el conjunto de títulos representativos del capital o que den acceso al mismo y las acciones con derecho de voto de la sociedad dejen de cotizar oficialmente o dejen de negociarse en un mercado secundario.

Artículo 7-2-5

La persona o personas que controlen una sociedad cuyos títulos estén sujetos a cotización o se negocien en un mercado secundario, notificarán al Consejo y examinarán conjuntamente con él la posible realización oferta pública de adquisición total en los casos siguientes:

- cuando se propongan someter a la aprobación de una junta general extraordinaria una o varias modificaciones significativas de las disposiciones estatutarias, especialmente las referentes a la forma de sociedad, a las condiciones de cesión y de transmisión de títulos representativos del capital, así como los derechos vinculados a éstos;
- cuando acuerden, en principio, aportar la totalidad o parte de los activos a otra sociedad, reorientar la actividad social o bien suprimir, durante varios ejercicios, toda remuneración de los títulos representativos del capital.

El Consejo apreciará las consecuencias de la operación prevista para los derechos e intereses de los poseedores de títulos representativos del capital y de derechos de voto de la sociedad y con la conformidad de la persona o personas que controlen la sociedad, acordará las condiciones de ejecución de un procedimiento concreto de oferta pública de adquisición total y los dará a conocer mediante anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización».

CAPÍTULO III

De las ofertas públicas de venta

Artículo 7-3-1

Todo proyecto de oferta pública de venta de títulos sometidos a cotización oficial o que se negocian en un mercado secundario se presentará al Consejo por la persona que posea los títulos que se trate de enajenar.

Desde que se presentara el proyecto, el Consejo informará al Ministro de Economía (Dirección del Tesoro) y a la Comisión de Operaciones de Bolsa.

Artículo 7-3-2

La oferta pública de venta deberá referirse a un número de títulos que constituyan bien el 10 por 100 como mínimo del número de títulos representativos del capital de la misma naturaleza de la sociedad afectada bien, como mínimo, veinte veces más del valor medio de cambio en el mercado registrado los seis meses precedentes a la presentación de la oferta.

Artículo 7-3-3

El folleto que se presente al Consejo deberá precisar:

- el objetivo del oferente;
- el número y especificación de los títulos que se ofrezcan a la venta;
- el número mínimo, en su caso, de los títulos que deben venderse, efectivamente, para que su oferta tenga efecto positivo;
- el precio al que el oferente ofrezca enajenar los títulos;
- las condiciones del pago del precio.

La presentación del folleto se realizará por carta dirigida al Consejo, especificando el carácter irrevocable de los compromisos adquiridos por el oferente.

El Consejo podrá exigir aval de una entidad a la que se refiere la Ley 84-46, de 24 de enero de 1984 (11), o el depósito previo de los títulos presentados a oferta pública de venta en la Sociedad de Bolsas Francesas.

(11) Ver nota 4.

Artículo 7-3-4

Desde la presentación del proyecto, el Consejo suspenderá la cotización de los valores afectados por la oferta pública de venta.

El Consejo se pronunciará sobre la admisión de la oferta.

Si la declara admisible, publicará en el «Boletín Oficial de Cotización» un anuncio en el que se especifique la identidad del oferente, el número de títulos puestos a la venta y el precio propuesto, en su caso, la cantidad mínima de títulos que deberán enajenarse para que la oferta tenga efecto positivo y las condiciones de transmisión a la Sociedad de Bolsas francesas de las órdenes de compra, así como las condiciones eventuales de reducción que puedan serles aplicables. Este anuncio deberá establecer el calendario del conjunto de la operación, en especial las fechas en que se entregarán los títulos y se harán los desembolsos de capital, si la oferta tiene un resultado positivo.

El anuncio del Consejo se publicará, como mínimo, una semana antes a la fecha prevista para el comienzo de la oferta pública y dos semanas antes, como mínimo, de dicha fecha, si la oferta tuviere por objeto más del 15 por 100 del número total de títulos representativos del capital que confieran derechos de voto de la sociedad emisora de los títulos puestos a la venta.

A solicitud de los vendedores, estos plazos pueden reducirse con el acuerdo del Consejo, sin que el plazo de oferta a los inversores distintos de los inversores institucionales pueda ser inferior a una semana.

Artículo 7-3-5

El día fijado para el comienzo de la oferta pública de venta, la Sociedad de Bolsas francesas centralizará las órdenes de compra que le transmitan las sociedades de Bolsa. Sólo aceptará las órdenes que se limiten al precio de la oferta, estipuladas únicamente en respuesta a la oferta pública de venta y válidas durante una sola sesión bursátil.

Artículo 7-3-6

El resultado de la oferta pública de venta será objeto de anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización». Si la oferta tiene resultado positivo, la cotización será la del precio de oferta. El anuncio precisará la reducción que pueda efectuar eventualmente a las órdenes de compra.

Si se hubiere suspendido la cotización, se reanudará al día siguiente de la realización de la oferta.

Artículo 7-3-7

Después de la publicación del anuncio de admisión de la oferta pública de venta y, como mínimo, dos días de sesión bursátil antes de la fecha señalada para la realización de aquella, el oferente cuenta con la facultad, previa al acuerdo del Consejo, para modificar el precio de venta en un 5 por 100 como mínimo. Por anuncio publicado en el «Boletín Oficial de Cotización» dará a conocer el nuevo precio, así como la fecha fijada para la realización de la oferta pública.

Artículo 7-3-8

Las disposiciones de los artículos 5-3-1 y 5-3-7 sobre el depósito obligatorio de un proyecto de oferta pública será también de aplicación a las personas físicas o jurídicas que, como consecuencia de una oferta pública de venta, se encuentren en posesión, directa o indirectamente, de más de una tercera parte de los títulos representativos del capital o de los derechos de voto en las Juntas generales de la sociedad emisora de los títulos enajenados.

CAPÍTULO IV

*De los contratos de opción.
De las operaciones de pago diferido.
De las operaciones condicionadas*

Artículo 7-4-1

Las Sociedades de Bolsas francesas inscribirán en sus libros los contratos de opción sobre valores con cotización oficial o que se negocien en el mercado secundario o fuera de cotización oficial. Estos contratos reservan a una de las partes la facultad bien de vender o comprar un número determinado de títulos al precio de cotización del día en que se haya firmado el contrato o al precio de cotización del día de vencimiento o a un precio igual a la media de cotización entre estas dos fechas, bien de renunciar a la operación sin penalización alguna (*sans débit*).

La solicitud de inscripción del contrato de opción deberá precisar la identidad de las partes, el plazo de su vigencia, el precio al que se concierta y la cantidad de títulos que comporta. La vigencia de un contrato de opción no podrá exceder de dos años desde el día de su inscripción.

Si el contrato de opción hiciere referencia a la cotización registrada el día en que se deposite en la Sociedad de Bolsas francesas, el depósito deberá efectuarse antes de la apertura de la sesión bursátil del día siguiente.

Si la duración del contrato fuere superior a tres meses, las partes podrán convenir una cotización media limitada a la fecha de la opción.

La solicitud de registro de un contrato de opción podrá acreditarse bien en el propio contrato firmado por las partes, bien por un intercambio de cartas entre las partes, que quedará depositado en una entidad a la que se refiere la Ley 84-46, de 24 de enero de 1984 (12), o bien por una sociedad de Bolsa, que garantizarán la operación.

Artículo 7-4-2

La Sociedad de Bolsas francesas estará igualmente facultada para inscribir los contratos de opción sobre valores con cotización oficial o que se negocien en un mercado secundario con vistas a su reclasificación para los inversores aún no determinados.

El contrato o contratos registrados precisarán bajo la responsabilidad del intermediario o intermediarios encargados de su reclasificación el número máximo de títulos a reclasificar, el precio y el último vencimiento en que pueda realizarse efectivamente el contrato de opción y la identidad del vendedor o de los vendedores de títulos.

El precio al que se registre el contrato de opción será uno de los precios cotizados en la sesión de Bolsa precedente al depósito del contrato. El vencimiento último del contrato de opción no podrá exceder de tres meses a partir del día en que hubiera quedado registrado.

El día en que el contrato se realice efectivamente el intermediario o intermediarios notificarán a la Sociedad de Bolsas francesas las condiciones en las que se ha llevado a cabo la operación de reclasificación y la identidad de los adquirentes de los títulos.

Artículo 7-4-3

Las operaciones que componen un pago diferido para la totalidad o parte de los títulos afectados, se someterán a la Sociedad de Bolsas francesas antes de la apertura de la sesión de Bolsa siguiente a aquella en que hubieran cotizado los títulos objeto de la operación.

La Sociedad de Bolsas francesas inscribirá estas operaciones en los libros y controlará su ejecución y efectos.

Artículo 7-4-4

La Sociedad de Bolsas francesas registrará en sus libros toda operación por la que uno de los dos contratantes compre o venda una cantidad determinada de obligaciones comprometiéndose con la otra parte

(12) Ver nota 4.

contratante a revenderle o volverle a comprar la misma cantidad de títulos en una fecha determinada.

La obligación es irrevocable o bien irá acompañada de una cláusula de opción.

La negociación inicial se registrará a un precio que se haya cotizado el día en que se concierte la operación condicional, quedando el precio de la segunda negociación incrementado o reducido en un margen cuyo límite máximo, fijado por el Consejo, se publicará en el «Boletín Oficial de Cotización».

Una operación condicional no podrá registrarse por la Sociedad de Bolsas francesas si, en alguna fecha comprendida entre el día de presentación de la operación y el día de su vencimiento, se otorgare una ventaja especial o se impusiere una carga determinada al valor objeto de dicha operación condicionada; por ejemplo, el corte de su cupón o la apertura de un derecho de sorteo para amortización anticipada.

CAPÍTULO V

De las adjudicaciones

Artículo 7-5-1

Las adjudicaciones públicas voluntarias o forzosas de valores mobiliarios se efectuarán por acuerdo del Consejo, conforme a uno de los tres procedimientos siguientes:

- la oferta pública de venta, en las condiciones previstas en el Capítulo III del presente Título;
- la venta directa en el mercado;
- la subasta pública.

Artículo 7-5-2

La venta directa en el mercado se aplica, en principio, siempre que se trate de títulos con cotización oficial o se negocien en un mercado secundario y que el número de títulos enajenables no sea superior a las capacidades normales del mercado.

La venta se efectuará por la sociedad de Bolsa designada por el Consejo. Esta sociedad procederá a la venta de los títulos en las condiciones habituales del mercado.

La sociedad de Bolsa dará cuenta al Consejo de las condiciones en que se ha realizado la venta.

Artículo 7-5-3

La subasta pública se celebrará el día y en condiciones fijadas por el Consejo.

Se anunciará por acuerdo publicado en el «Boletín Oficial de Cotización» que precisará la cantidad de títulos enajenables y, en su caso, su división en lotes y la naturaleza específica de los títulos, el precio mínimo de salida y el eventual agrupamiento de lotes.

Las pujas se harán por mediación de las sociedades de Bolsa.

La adjudicación se realizará por la Sociedad de Bolsas francesas. El precio se publicará en el «Boletín Oficial de Cotización».

Una resolución general fijará las condiciones de realización de las operaciones de la subasta pública.

ORDEN MINISTERIAL POR LA QUE SE APRUEBA
EL REGLAMENTO NUM. 89-03 DE LA COMISION DE OPERACIONES
DE BOLSA SOBRE OFERTAS PUBLICAS Y ADQUISICIONES
DE PAQUETES DE CONTROL

CAPÍTULO I

Disposiciones generales

Artículo 1

La oferta pública es el procedimiento que permite a una persona física o jurídica dar a conocer públicamente que se propone adquirir o ceder todas o parte de las acciones de una sociedad admitida a cotización oficial o negociadas en un mercado secundario o se negocian fuera del mercado oficial.

El oferente y la sociedad afectada se comprometerán a respetar las normas definidas en el presente Reglamento. Estas normas serán de aplicación desde la publicación por el Consejo de las Bolsas de Valores de la presentación de un proyecto de oferta pública.

Artículo 2

Se entiende por persona física o jurídica aquella que deposite un proyecto de oferta pública, así como las personas que actúan concertadamente con dicha sociedad en el sentido del artículo 356-1-3 de la Ley número 66-537, de 24 de julio de 1966 (13).

Se entiende por sociedad afectada aquella cuyas acciones sean objeto de una oferta pública, así como las personas que actúen concertadamente con dicha sociedad.

Artículo 3

Durante el período de la oferta pública, el oferente y la sociedad afectada garantizarán que sus actos, acuerdos y declaraciones no ten-

(13) Ver nota 1.

gan por efecto comprometer el interés social y la igualdad de trato o información de los titulares de las acciones afectadas.

Si los directivos de las sociedades afectadas acordaran realizar actos distintos de los de gestión ordinaria, deberán notificarlo a la Comisión a fin de que pueda velar por la información del público y, en su caso, hacer pública su operación.

La competencia que puede implicar una oferta pública se realiza por el libre juego de las ofertas y ofertas competidoras. Una vez presentado el proyecto de oferta, los directivos de la sociedad afectada no podrán aumentar las participaciones de autocontrol existentes hasta ese momento.

Salvo cuando resulte de una obligación negativa, ninguna cláusula estatutaria de una sociedad afectada cuyas acciones están sometidas a cotización oficial o se negocian en un mercado secundario, podrán ser invocadas contra el promotor de una oferta pública por las acciones que puedan serle transmitidas en el ámbito de su propia oferta.

Artículo 4

Hecho el anuncio de presentación de la oferta o durante todo el período de su vigencia, los acuerdos que tengan una incidencia en la apreciación de la oferta pública o en su desarrollo adoptados por los accionistas de la sociedad afectada o por personas que actúan concertadamente con ella, a reserva de la apreciación de su validez por los tribunales, deben ser notificados a los miembros del consejo de administración o directivos de las sociedades afectadas, así como al Consejo de Bolsas de Valores y a la Comisión de Operaciones de Bolsa.

Estos acuerdos deberán ponerse simultáneamente, por las personas que los hubieren concluido, en conocimiento del público mediante su publicación en, al menos, un periódico de información financiera de difusión nacional.

CAPÍTULO II

De las informaciones a los accionistas y al público

Artículo 5

El oferente y las sociedades afectadas por una oferta pública de compra o de canje deberán emitir una nota informativa sometida al vistobueno previo de la Comisión. Este documento, cuyo contenido se precisará por una instrucción de la Comisión, podrá ser común para el oferente y la sociedad afectada. La Comisión podrá añadir a su vistobueno cualesquiera advertencias que estime conveniente. Las modalidades de difusión de la nota informativa deberán aprobarse por la Comisión.

La Comisión recabará toda la información complementaria que considere necesaria y exigirá su publicación.

Artículo 6

Desde la publicación por el Consejo de Bolsas de Valores de los anuncios de presentación de una oferta pública, los directivos de las sociedades afectadas deberán dar prueba de una vigilancia especial en sus declaraciones.

Salvo consentimiento de la Comisión, las sociedades afectadas limitarán las informaciones que difundan a los elementos contenidos en los anuncios publicados por la Sociedad de Bolsas francesas o en las notas informativas visadas por la Comisión de Operaciones de Bolsa.

Sección 1

De las ofertas públicas de compra o de canje. Procedimiento ordinario

Artículo 7

Cuando una oferta pública de compra y de canje se lleve a cabo con forme al procedimiento ordinario establecido en los artículos 5-2-1 a 5-2-29 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores, el oferente deberá elaborar una nota informativa que precise:

- la identidad y características del oferente;
- sus intenciones respecto a los próximos doce meses en relación con la política industrial, financiera y social de la sociedad afectada, así como la cotización de los títulos de la sociedad afectada.

Contenido de la oferta:

- el precio o la paridad que proponga, precisando los elementos que hayan servido de base para su determinación;
- el número de títulos que el oferente se compromete a adquirir y, en su caso, el número de títulos presentados a la oferta por debajo del cual se reserva la facultad de renunciar a la operación;
- el número de títulos de la sociedad afectada que ya posea, directa o indirectamente o de forma concertada;
- las condiciones de financiación de la operación y sus repercusiones sobre el activo, la actividad y los resultados de la sociedad afectada.

Los acuerdos sobre la oferta en la que participe o de los que haya tenido conocimiento, así como toda indicación sobre las personas con las cuales actúe concertadamente.

Artículo 8

Las entidades a las que se refiere el artículo 5-2-1 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores depositarán el proyecto de nota informativa en la Comisión de Operaciones de Bolsa el día de la publicación por el Consejo de Bolsas de Valores de la presentación de la oferta. Deberán firmar este documento y garantizar la exactitud de los datos aportados en aplicación del artículo 7 del presente Reglamento y comunicarán al mismo tiempo a la sociedad afectada, el proyecto de nota informativa.

Artículo 9

La Comisión dispondrá de un plazo de cinco días de cotización en Bolsa desde la fecha de presentación del proyecto de nota informativa para dar su vistobueno.

Si en este plazo, el oferente no satisface las peticiones de información o justificación formuladas por la Comisión, podrá bien prorrogar este plazo por otros cinco días bien, por decisión motivada, no otorgar su vistobueno. De todo ello, informará al Consejo de Bolsas de Valores y a las sociedades afectadas y asimismo lo pondrá en conocimiento del público por medio de un comunicado.

Artículo 10

En cuanto la Comisión haya otorgado su vistobueno a la nota informativa elaborada por el oferente, la entidad avalista que actúe por cuenta de este último remitirá un ejemplar a la sociedad afectada.

Artículo 11

La sociedad afectada presentará ante la Comisión un proyecto de nota informativa, a más tardar, el quinto día de Bolsa siguiente a aquel en que se hubiere entregado la nota del oferente en las condiciones previstas en el artículo 10 del presente Reglamento.

Además de la presentación de la sociedad, la nota debe mencionar:

- El reparto del capital con indicación, en la fecha de la oferta pública y un año antes, de los títulos en poder de la sociedad y de las sociedades que controlan o que presumiblemente controlan en el sentido de los artículos 354 a 355-2 de la Ley de 24 de julio de 1966 (14);

(14) Artículo 354: «Cuando una sociedad se encuentre en posesión de más de la mitad del capital de otra sociedad, la segunda tendrá la consideración de sociedad final a efectos de la presente sección.»

- Los acuerdos que puestos en conocimiento de los directivos de la sociedad afectada puedan tener una incidencia en la apreciación de la oferta pública;
- El acuerdo motivado del consejo de administración o del consejo de vigilancia sobre el interés o el riesgo que presenta la oferta para la sociedad afectada y para sus accionistas; las condiciones de voto en las cuales se ha producido ya este acuerdo, pudiendo los administradores minoritarios solicitar que consten expresamente su identidad y su posición.

La Comisión dará el vistobueno a la nota, a más tardar, el tercer día de Bolsa siguiente a la fecha de presentación del proyecto.

Artículo 12

Las notas informativas se pondrán a disposición de los accionistas, a más tardar el cuarto día de Bolsa siguiente a la fecha del vistobueno de la Comisión. La difusión se garantizará mediante su publicación en un periódico de información financiera de ámbito nacional. Cuando las acciones de la sociedad afectada sean exclusivamente nominativas, la nota se dirigirá a todos los accionistas.

En casos excepcionales en que sea necesario un plazo suplementario para garantizar la información de los accionistas o del público, la Comisión solicitará del Consejo de Bolsas de Valores retrasar la fecha de cierre de la oferta pública.

Sección 2

De la revisión de la oferta al alza

Artículo 13

Salvo en los casos de aumento automático de la oferta en aplicación de lo dispuesto en el artículo 5-2-25 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores, el oferente que revista al alza su oferta anterior deberá elaborar un documento complementario a su nota informativa.

Este documento precisará los términos de la revisión al alza en relación con las condiciones precedentes y la modificación de los diversos elementos exigidos por el artículo 7 del presente Reglamento y se entre-

Artículo 355: «Cuando una sociedad se encuentre en posesión de un porcentaje entre el 10 y el 50 por 100 del capital de otra sociedad, la primera se considerará, a efectos de la presente sección, que tiene una participación en la segunda.»

Artículo 355-1: ver nota 7.

Artículo 355-2: «Toda participación, incluso inferior al 10 por 100, poseída por una sociedad controlada se considera en posesión indirecta de la sociedad que controla a esta última.»

gará a la Comisión en cuanto se publique por el Consejo de Bolsas de Valores el anuncio presentación de la revisión al alza de la oferta en las mismas condiciones que la nota informativa, dentro de los dos días siguientes a la emisión del vistobueno de la Comisión.

Se comunicará a la Comisión el anuncio motivado del consejo de administración o de los directivos de la sociedad afectada, incluidas las precisiones previstas en el artículo 11 del presente Reglamento, y deberá difundirse dentro de los dos días siguientes a la publicación del anuncio de revisión al alza de la oferta por el Consejo de Bolsas de Valores, en las mismas condiciones que las previstas para la nota de respuesta a la oferta inicial.

Sección 3

De las ofertas públicas de compra o de canje

Procedimiento simplificado

Artículo 14

El oferente deberá elaborar una nota informativa cuyo contenido se precisará por una instrucción de la Comisión en los casos siguientes:

- cuando ya posea, directa o indirectamente, las dos terceras partes al menos del capital y de los derechos de voto de una sociedad y pretenda el control total de la misma;
- cuando la oferta de compra o de canje, con o sin pago de la diferencia, se refiera a obligaciones o pagarés que no son participación en el capital;
- cuando una sociedad proceda a comprar sus acciones en aplicación del artículo 217 de la Ley de 24 de julio de 1966 (15).

Artículo 15

Cuando la oferta se limite a una participación en el capital de la sociedad afectada, que suponga un porcentaje del 10 por 100 de los títulos que confieran derechos de voto o el 10 por 100 de los derechos de voto de la sociedad afectada, incluidos los títulos de la misma naturaleza y los derechos que ya posea, directa o indirectamente, el oferente, desde la publicación por el Consejo de Bolsas de Valores del anuncio de admisión de la oferta, deberá publicar un comunicado sometido a la aprobación previa de la Comisión, en un periódico de información financiera de difusión nacional.

(15) Ver nota 9.

Este comunicado deberá mencionar, especialmente:

- los objetivos que persigue el oferente;
- el porcentaje de capital que ya posea directa o indirectamente;
- los elementos de determinación del precio.

CAPÍTULO III

De las ofertas públicas de venta

Artículo 16

El promotor de una oferta pública de venta elaborará una nota informativa cuyo contenido se precisará mediante una instrucción de la Comisión.

El proyecto de nota informativa se transmitirá a la Comisión el día de la presentación de la oferta en el Consejo de Bolsas de Valores.

La nota informativa sometida al vistobueno previo de la Comisión puede ser común al oferente y a la sociedad cuyos títulos se ofrecen a la venta.

Artículo 17

No será de aplicación la obligación prevista en el primer párrafo del artículo anterior cuando la oferta se refiera a un porcentaje menor del 15 por 100 de los títulos de la sociedad afectada.

En este caso, el oferente deberá publicar un comunicado, sometido a la aprobación previa de la Comisión, en un periódico de información financiera de difusión nacional en cuanto se haya hecho pública por el Consejo de Bolsas de Valores de la admisión de la oferta.

El comunicado debe contener, en concreto:

- los objetivos del oferente;
- los datos necesarios para determinar el precio;
- el número y las características de los títulos puestos en venta, con especificación del número de títulos de la misma naturaleza que el oferente pretenda, en su caso, conservar.

Artículo 18

La nota informativa deberá ponerse en conocimiento del público, especialmente mediante la publicación en un periódico de información financiera de difusión nacional, a más tardar antes de los tres días de Bolsa siguientes a la fecha prevista para la realización de la oferta.

Artículo 19

Una vez que la nota informativa haya recibido el vistobueno de la Comisión, el oferente debe remitir un ejemplar a la sociedad cuyos títulos se ofrezcan.

Si esta sociedad no ha elaborado una nota informativa común con el oferente, deberá publicarse un comunicado, sometido previamente a la aprobación de la Comisión, en el que se precisen las observaciones formuladas por el consejo de administración o los directivos sobre la operación propuesta, a más tardar, la víspera de la fecha prevista para la realización de la oferta en un periódico de información financiera de difusión nacional.

CAPÍTULO IV

De las adquisiciones de paquetes de acciones y ofertas públicas de adquisición total

Artículo 20

La puesta en práctica del conocimiento de garantía de cotización, necesario para la adquisición de un paquete de acciones que proporcionen el control de una sociedad, o el procedimiento de oferta de adquisición total previsto en los artículos 7-2-2 y 7-2-3 del Reglamento General del Consejo de Bolsas de Valores dará derecho a las personas encargadas de garantizar la cotización o la facultad de adquisición total de emitir un comunicado que se someterá al examen de la Comisión.

Este comunicado, publicado a más tardar la víspera del comienzo del procedimiento en un periódico de información financiera de difusión nacional, deberá precisar:

- los elementos para la determinación del precio;
- las intenciones del adquirente;
- las circunstancias de la operación;
- las modalidades de financiación.

Artículo 21

La ejecución de un procedimiento de oferta pública de adquisición total de títulos de una sociedad sometida a cotización oficial o a un mercado secundario derivada de:

- bien de una o varias modificaciones significativas de las disposiciones estatutarias;
- bien de la aportación de todo o parte de los activos de otra socie-

dad, de una modimicación del activo social o de una supresión, durante varios ejercicios de toda remuneración del capital,

podrá dar lugar la elaboración de una nota informativa que será sometida al vistobueno de la Comisión.

En este caso, dicha nota informativa precisará:

- los elementos de determinación del precio;
- las características de la sociedad o sociedades objeto de las modificaciones;
- los motivos, condiciones y consecuencias de la operación;
- las modalidades de financiación.

CAPÍTULO V

Del control de las operaciones de oferta pública

Artículo 22

Durante el período de vigencia de una oferta pública, las sociedades afectadas, sus administradores, las personas que posean al menos un 5 por 100 del capital o de los derechos de voto en las juntas generales ordinarias y demás personas que actúen concertadamente con ellas, directa o indirectamente, deberán declarar cada día, después de cada sesión de Bolsa a la Sociedad de Bolsas francesas, las operaciones de compra y venta que se hayan efectuado sobre los títulos objeto de la oferta.

La misma obligación de declaración se aplica a las personas que hayan adquirido, directa o indirectamente, después de producirse la oferta, una cantidad de títulos de la sociedad afectada que representen al menos el 0,5 de su capital.

Las declaraciones deben precisar:

- el nombre y domicilio del vendedor o del adquirente;
- la fecha de la negociación o de la cesión;
- el número de títulos negociados y el precio de la transacción.

En el caso de una oferta pública de canje, las declaraciones se entienden referidas a las operaciones que tengan por objeto los títulos propuestos para el canje y aquellas que tuvieren por objeto las acciones de las sociedades afectadas.

Artículo 23

Todo intermediario que interviniere en la gestión de las órdenes deberá responder a cualquier solicitud de la Comisión de las Operaciones

de Bolsa sobre la identidad del librador de la orden y respetar el presente Reglamento, debiendo informar, cuando sea necesario, al librador de la orden.

CAPÍTULO VI

Quedan derogados la resolución general de fecha 27 de febrero de 1973, la resolución general de 25 de julio de 1978 y los reglamentos números 86-01 de la Comisión.

DOCUMENTOS Y DICTAMENES

