

NOTICIAS

Las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios (1)

No es necesario presentar desde una revista especializada, como la nuestra, la relevante personalidad de un jurista, economista y financiero como es la de don Antonio Rodríguez Sastre, en el que a sus altas dotes intelectuales se unen otros valores como hombre de empresa y de calidad humana. Una muestra más de su incesante labor es su interesante conferencia sobre un tema tan actual como candente, cual es el de las ofertas públicas de adquisición de títulos y valores mobiliarios (= O.P.A.), una «táctica» tanto como una «técnica» en el movimiento de concentración de las empresas.

Efectivamente, el ilustre conferenciante comenzó por referirse a este procedimiento de las ofertas públicas de adquisición de valores que facilita una concentración económica si bien con unos caracteres específicos: de una parte está la propuesta, o lo impuesto por un grupo competidor; de otra, la aceptación por los accionistas convertidos en árbitros de la operación, aun en contra de la opinión o deseo de sus dirigentes. Las ofertas, también son una modalidad de concentración internacional, un medio para internacionalizar una empresa y de contribuir tanto a la constitución de las transnacionales, como de las supranacionales y multinacionales.

Experto conocedor de la actual doctrina francesa, pone en evidencia las múltiples combinaciones que aquélla denuncia con la práctica de estas ofertas públicas frente a las cuales la legislación no cuenta todavía con una regulación suficiente. La oferta pública de adquisición en valores, normalmente supone que una persona física pretenda hacerse, de mutuo acuerdo o no, con el control de otra empresa o sociedad, previa oferta a sus accionistas de comprarles sus títulos en un cierto plazo, previamente fijado, a precio superior al cambio cotizado en Bolsa o canjárselos por otros, ya los posea o no en su cartera.

Ante esta realidad, se plantea la consideración de si las O.P.A., deben ser concebidas como una técnica bursátil de negociación de títulos (Francia), o como una técnica de concentración de empresas, la «take-over-bid» (=T.O.B.) (Gran Bretaña), aunque en definitiva, siempre suponga esa concentración. Se trata de un procedimiento más sencillo que el de una fusión, ya que como pone de relieve algún autor, a pesar de sus asaltos, éxitos o fracasos permite eludir las normas previstas para aquélla.

Entre los países que toman en cuenta las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios tenemos a Gran Bretaña, en su Código de la City, y a Holanda, con el reciente Reglamento del Consejo Social y Económico (1971) que las tratan como absorciones o fusiones de empresas.

(1) Conferencia del Excelentísimo señor don Antonio Rodríguez Sastre en el salón de actos de la Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de Valladolid, el día 31 de enero de 1973.

Consolidada la idea de una dimensión óptima de la empresa, actualmente no se trata de una lucha contra el gigantismo de las sociedades, sino de sus problemas éticos y humanos, de reacción moral y toma de conciencia, universalmente aceptadas para conciliar la honestidad y la previsión. Hoy día, señala el doctor Rodríguez Sastre, la preocupación por estas cuestiones éticas y humanas se advierten en la atención que cada día, de forma más acusada, se les viene dedicando en obras de carácter jurídico, económico e, incluso periodístico.

Después de presentarnos ciertos casos concretos de ofertas públicas en Francia donde se pone en evidencia las prácticas llevadas a cabo, como enajenaciones, abusos de relaciones intersocietarias, ataques despiadados, excesos publicitarios, hasta comprometer los propios intereses nacionales y provocar la intervención del gobierno francés.

En Alemania el camino que se sigue es distinto, proliferando las compras masivas de acciones. En Bélgica, ante casos como el de una oferta de compra de acciones de la sociedad «SOFINA», la Bolsa debe tomar medidas, según comentaba un diario flamenco, el «Standard», de 23 de noviembre de 1964 y traducido por el «Echo de la Bourse», de la misma fecha; un portavoz de la Banque Lambert había declarado que «lo que quería dicha banca es hacer de SOFINA una sociedad verdaderamente belga, ya que sobre todo es el capital extranjero quien posee el control de la sociedad». Fue a partir de 1968 cuando la Comisión Bancaria se vio confrontada con la cuestión de las ofertas públicas de compra para jugar un papel jurisprudencial importante para proteger al accionista, sin tener que aplicar sanciones, estableciendo las medidas a respetar (comunicación al Consejo de administración, e información a los accionistas).

El ilustre conferenciante también puso de relieve las ventajas que una O.P.A. implica: el ser un obstáculo frente a las adquisiciones discretas y desapercibidas realizadas en Bolsa; el que se revelen como un remedio excelente contra los abusos de la minoría que controla la sociedad; el suponer públicamente en duda, o implícitamente la gestión y proyectos de los dirigentes de la sociedad objetivo.

Dado que O.P.A. es en definitiva, una compraventa de valores cotizados o no en Bolsa, que utiliza un procedimiento que normalmente repercuten en el mercado bursátil y altera la cotización normal, no sólo de los títulos afectados, sino de los que son tratados en Bolsa, cabe preguntarse —dice el doctor Rodríguez Sastre—, sí con arreglo a la legislación vigente en España, nuestra Bolsa podría quedarse indiferente a este fenómeno, no obstante lo específicamente previsto en los artículos 52 y 154 de su Reglamento y lo que constituye su función económica, jurídica y social.

Para una correcta aplicación de los citados artículos 52 y 154 a las ofertas públicas de adquisición, el ilustre conferenciante, dijo que estimaba suficiente tener en cuenta los siguientes extremos: a) que la O.P.A. es un procedimiento que no sólo repercute en la estimación, valoración y, a veces, en la «aptitud» de los títulos cotizados (de ambas sociedades), sino también, en otras muchas ocasiones en descrédito y desprestigio de la administración o de los dirigentes de la sociedad objetivo; b) que la O.P.A., sirviéndose o no de la Bolsa, puede ser medio de engañar a accionistas o ahorradores indefensos por medio de diversas maniobras, o porque los dirigentes les faciliten erróneas o fraudulentas informaciones, o no les faciliten la mínima necesaria para obrar con conocimiento de causa, lo que ade-

más de ocasionarle un perjuicio personal también lo causa al interés económico general y a la institución bursátil en particular; c) porque la O.P.A. puede ser motivo, y en ocasiones yo ha sido, de feroces luchas entre dirigentes de sociedades afectadas o con los de otras aparentemente ajenas que utilizan los más diversos y, a veces, fraudulentos procedimientos, para influir en el ánimo de los accionistas y del público en general con indiscutible repercusión en la Bolsa y en la misión que le incumbe.

De aquí que el doctor Rodríguez Sastre, prescindiendo de cuál pueda ser la calificación jurídica propia de la O.P.A., y de los diversos criterios jurídicos sustentados sobre el particular, crea que se debe dejar bien sentado la necesidad de que se utilice la Bolsa y su organización por ser el vehículo o instrumento especialmente apto, o más adecuado para que estas operaciones puedan realizarse con todas las garantías necesarias e indispensables desde que se inician hasta que se terminan.

Naturalmente, cree este ilustre autor, para ello será preciso que las Bolsas cumplan escrupulosamente las obligaciones que por sus Reglamentos les vienen impuestas y no se limiten a la compraventa de valores, cualesquiera que éstos sean y aún cuando no reúnan las condiciones exigidas para «entrar» «estar» en su recinto. La Bolsa debe ser garantía de que los valores merecen ser admitidos a cotización para que no puedan ser el medio hábil de defraudar a quienes se confían en el alto valor moral y legal de aquélla. Las Bolsas, al no ser simples lugares de granjería ni creadoras de monopolios, que miran al interés particular de unos señores, son cosas distintas y de mucha más importancia, pues tienen una función de muy caracterizado valor social, avivador de la canalización del ahorro, en defensa de valores morales y económicos. Para el doctor Rodríguez Sastre es necesario aplicar en toda su extensión la legislación vigente española sobre la Bolsa (Ley 14 de abril de 1962, Base 9.ª y arts. 27 y 47 del Decreto 15 julio de 1967 del Reglamento).

Otras de las cuestiones que se debaten es cómo han de someterse las O.P.A. a reglamentación, si deben ser regulados por disposiciones legislativas o por simples acuerdos de los organismos bursátiles. La experiencia de otros países puede ser importante, sin olvidar para nosotros las estructuras y costumbres jurídicas y financieras propias.

En los Países Bajos, la reglamentación viene impuesta y procede del «Consejo Social y Económico», que obra como órgano representativo de la vida profesional, sin que todavía haya adquirido forma legal. En Inglaterra, el «Código de la City» sobre «take-overs» y fusiones no pretende, ni tiene fuerza de ley; representa una opinión colectiva de personas profesionales, pero quienes no las acojan no tendrán el derecho a disfrutar de facilidades, que les serán rehusadas a quienes participen en los mercados. Es una medida de autodisciplina que se aplica y administra por el «Panel». En Francia, la reglamentación de las O.P.A. plantea problemas delicados, pues no se sigue el mismo sistema inglés; es en el marco de las operaciones de Bolsa donde se ha desarrollado, principalmente bajo forma de recomendación de orden profesional. Canadá, recientemente en un informe de su gobierno, el 4 de enero de 1973, subraya sus intenciones legislativas para estas ofertas públicas.

Para España, el ilustre conferenciante manifestó su opinión de que las O.P.A. pueden ser reguladas por una disposición de igual rango que la del vigente Regla

mento de Bolsas de Comercio, en ejecución de lo previsto por la Ley de 14 de abril de 1962, que regula «Bases de Ordenación del Crédito y la Banca». Además, con la Ley de 26 de diciembre de 1958 y la de 30 de abril de 1964, la Orden del Ministerio de Hacienda de 5 de junio de 1964, completan el cuadro de normas que encajan a las O.P.A. en el actual régimen de la Bolsa. Las funciones de la Bolsa son las que pueden apuntar garantías y regularidad en las operaciones evitando maniobras especulativas o fraudulentas, consiguiendo una mejor información para que el público contribuya a la canalización de los ahorros.

El doctor Rodríguez Sastre recoge a este respecto las opiniones de los ilustres especialistas extranjeros para hacer ver la necesidad de una institucionalización de la Bolsa y que sea ella el canal idóneo de las O.P.A., como sucede en Gran Bretaña y Holanda, en donde ha de entablarse un diálogo entre la sociedad iniciadora y la sociedad cuyos títulos podrían ser objeto de las O.P.A. para evitar el «capitalismo salvaje», es decir, una O.P.A. contra la voluntad de los dirigentes de la sociedad objetivo.

Después de examinar el objeto de las O.P.A., por la adquisición del control financiero al proporcionarle una mayoría, cree que no deberá olvidarse que también pueden suponer una absorción, integración o fusión, por lo que, entre nosotros, deberá tomarse en cuenta lo previsto por la Ley de Sociedades Anónimas (arts. 135 y 144) para la transformación y fusión. A su juicio, será necesario una previa autorización para decidir la puesta en marcha de una oferta pública de títulos y nadie mejor que la conceda que el Ministerio de Hacienda por el alcance que puede implicar, si bien sea pertinente la vía contenciosa administrativa en caso de negativa.

También consideró como uno de los problemas morales que plantean las O.P.A., el de la información a los accionistas y del público en general, entendiendo que son las Bolsas las más capacitadas y autorizadas para regular y exigir la información que estimen necesario en defensa de aquellos del público ahorrador y de la economía en general. Igualmente otro medio de información fidedigna es la utilización de los Censores Jurados de Cuentas y de sus certificaciones que aportan la revisión previa de la gestión de la empresa. El gran orador insistió en su empleo por las garantías y dignidad del cargo.

Otro punto tratado fue el de la conveniencia de meditar sobre los fondos y sociedades de inversión mobiliaria que pueden ser objeto activo y pasivo de una O.P.A. A este respecto es de interés la Orden del Ministerio de Hacienda del 19 de septiembre de 1972 que encomienda la inspección y control de dichos fondos y sociedades directamente a la sección de inspección financiera de dicho Ministerio.

Finalmente, dentro de los problemas que suscita una regulación positiva de las O.P.A., hizo mención del Consejo Superior de Bolsas, que no debe ser solamente una entidad para la coordinación de criterios, de evacuar consultas o informes, sino de activa vigilancia que obligue a Bolsas y Agentes a cumplir correcta y lealmente las normas de su Reglamento y las finalidades que persigue, exigiendo responsabilidades, sanciones y dictar normas complementarias, principalmente las relacionadas con las O.P.A. De este modo, cree que se cumpliría la finalidad que persigue la Ley de 14 de abril de 1962, o sea, proteger el ahorro, ofrecerle mayores, más atractivos y seguros cauces hacia la inversión directa e, incluso, regular la inversión anticipada del futuro ahorro, evitando el indebido fomento de actividades industria-

les deficientes, a fin de impedir que estas organizaciones se conviertan en instrumentos de control de empresas o de dominación del mercado.

Al concluir, el doctor Rodríguez Sastre propuso una sugerencia: aplicar a las O.P.A. los estímulos fiscales de la concentración de empresas, recordando la Orden Ministerial de 24 de abril de 1972 que exige que aquellas concentraciones o fusiones no tengan carácter de monopolio y beneficien la economía nacional. También se les pueden conceder los beneficios previstos para las «industrias de interés preferente».

Como todas las valiosas contribuciones del doctor Rodríguez Sastre es ésta una más que acomete la temática más actual de la problemática económica, financiera y social de la empresa.

José BONET CORREA