

El informe sobre la OPA del órgano de administración de la sociedad afectada en Derecho español*

JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA

Doctor en Derecho por la Universidad de Bolonia, Italia.
LL. M. por la Universidad de Harvard.
Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid.
Profesor del Colegio Universitario de Estudios Financieros, Madrid.
Catedrático de Derecho Mercantil (excedente).

SUMARIO:

- I. Significado general del informe.
- II. Contenido.
 1. Observaciones a favor o en contra de la OPA.
 2. Repercusiones sobre el empleo y la actividad de la sociedad afectada.
 3. Acuerdos con el oferente y otras posibles situaciones de conflicto de interés.
 4. Otras menciones.
- III. Aprobación del informe.
 1. Supuestos.
 2. Opinión del Consejo y opinión individual de los consejeros.
 3. La posición de los consejeros en situación de conflicto de interés.
 4. Publicación y facultades de la CNMV.



* El presente trabajo se corresponde con el comentario al artículo 24 del RD de OPAs, incluido en la obra colectiva *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, dirigida por J. GARCÍA DE ENTERRÍA y J. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE y publicada por Civitas (Madrid) en 2009.

I. SIGNIFICADO GENERAL DEL INFORME

El artículo 24 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ("RD de OPAs"), desarrolla la previsión del artículo 60.bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ("LMV"), que exige que el órgano de administración de la sociedad afectada publique "un informe detallado sobre la oferta en los términos y plazos que se establezcan reglamentariamente". Esta exigencia dimana a su vez de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (la "Directiva de OPAs"), que obliga también a los administradores a redactar y difundir "un documento que recoja su dictamen motivado sobre la oferta" (artículo 9.5), aunque la misma se contemplaba ya, en unos términos sustancialmente equivalentes, en el viejo RD 1197/1991 sobre ofertas públicas de adquisición (artículo 20).

Este informe atiende a una finalidad meramente informativa. La ordenación jurídica de las OPAs tiene entre sus principios básicos el de garantizar a los accionistas de la sociedad afectada, en tanto que destinatarios de la oferta formulada por el oferente, una información integral y completa, que les permita tomar decisiones fundadas sobre la venta de sus valores y, con ello, sobre la propia operación de cambio de control. Así lo proclama enfáticamente la Directiva de OPAs, que incluye entre los "principios generales" por los que deben velar los Estados miembros la exigencia de que los

accionistas de la sociedad afectada dispongan de "tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa" (artículo 3.1.b)¹.

El elemento de información más relevante viene representado sin duda por el folleto que debe elaborar el oferente, en el que han de describirse –entre otros extremos– los términos de la OPA así como los planes e intenciones de éste en relación con la sociedad afectada, "con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la oferta" (artículo 18.2 RD de OPAs). Pero junto a este deber básico del oferente, y al objeto de que la información puesta a disposición de los accionistas para la toma de decisiones sea más plural y equilibrada, se exige también que los administradores de la sociedad afectada se pronuncien sobre la oferta y revelen determinados extremos sobre la misma. Al margen del conocimiento directo que puedan tener de la OPA, es claro que los administradores, a quienes cabe presumir una mayor información sobre la realidad económica de la sociedad afectada, están en condiciones de proporcionar una opinión particularmente cualificada en relación con elementos esenciales de la oferta, como podrían ser la razonabilidad de la contraprestación ofrecida o la consistencia de los proyectos empresariales anunciados por el oferente.²

Esta circunstancia justifica que la elaboración y difusión de este informe por los administradores de la sociedad afectada sea, no una facultad, sino una genuina obligación jurídica, como

1. Este "principio general" de la Directiva encuentra un claro antecedente en el *City Code on Takeovers and Mergers*, del Reino Unido, que con carácter general ha desplegado una profunda influencia sobre la Directiva de OPAs, y que también incluye entre sus *General Principles* el relativo a que "los tenedores de valores de la sociedad afectada deben disponer de suficiente tiempo e información para poder alcanzar una decisión debidamente informada sobre la oferta". En general, sobre este principio y sus principales manifestaciones, me remito a GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid, 1999, pp.126 y ss.
2. Como afirma el Informe del grupo de expertos de alto nivel de Derecho de sociedades de la Comisión Europea de 10 de enero de 2002 ("Informe Winter"), que desplegó una gran influencia en el proceso de elaboración de la Directiva de OPAs (y cuya traducción al castellano puede consultarse en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* ("RDBB"), nº89, 2003, p.277 y ss.), "el conocimiento de la realidad societaria por parte del Consejo, y la responsabilidad de éste en la estrategia y en los asuntos diarios de la sociedad, le permiten y le exigen aconsejar a los accionistas sobre la oferta pública de adquisición" (cap.III.1). Sobre esta función informativa del informe del órgano de administración, aunque en relación al Derecho anterior, v. DE CARLOS, Luis y CÁRDENAS, Carlos.

explicitan la LMV y el RD de OPAs. En efecto, los administradores de la sociedad afectada deben entenderse plenamente capacitados para realizar declaraciones o manifestaciones públicas sobre la OPA desde el momento en que se anuncia y durante todo su desarrollo, sin que esta conducta encuentre más límites que los generales de cualquier comunicación al mercado³. Pero al margen de las opiniones que libremente decidan emitir a través de cualquier medio –ruedas de prensa, *roadshows*, presentaciones a analistas, etc.–, la normativa de OPAs requiere que los administradores se pronuncien de modo expreso sobre determinados extremos de la oferta dentro del propio procedimiento administrativo en que ésta se desenvuelve y a través de un cauce específico y normalizado, como es el informe. Y ello confirma, lógicamente, que la obligación de elaborar el informe responde, no al eventual interés de los administradores en dar a conocer su criterio sobre la OPA, sino al interés dominante de los accionistas en recibir la información que precisan para poder tomar decisiones razonadas en relación con sus valores⁴.

En este sentido, atendiendo tanto a su finalidad normativa como a los efectos jurídicos que le son propios, el informe no puede concebirse en rigor –en contra de lo que a veces tiende a presuponerse– como una excepción al deber de pasividad que recae sobre los administradores de la sociedad afectada⁵. Sin duda, el informe puede emplearse por los administradores para descalificar la OPA en términos severos o incluso para defender un proyecto empresarial alternativo al del oferente, con el fin de tratar de convencer a los accionistas para que no acudan a la misma. Pero tanto el carácter imperativo del informe como la específica exigencia de que éste se pronuncie sobre determinadas cuestiones evidencian que al mismo se le atribuye una relevante función normativa en cualquier OPA y no sólo, y ni siquiera de forma preferente, en las OPAs de carácter hostil. De hecho, cabe entender incluso que donde mayor trascendencia práctica reviste el informe es ante todo en las OPAs acordadas o negociadas con el oferente⁶. Al margen de que en las OPAs hostiles es poco probable que los administradores esperen a la

Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA. Centro de documentación bancaria y bursátil, Edición No. 46, Madrid, 1992. En: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* No. 42, p. 525; CÁRDENAS, Carlos. *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Colegio de registradores de la propiedad, Madrid, 1993, p.124; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, comentario del art.20, en la obra colectiva (dir. SÁNCHEZ-CALERO, Fernando), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, vol.I, Centro de documentación bancaria y bursátil, Madrid, 1993, pp. 464 y ss.

3. Sobre la plena compatibilidad con el deber de pasividad de las declaraciones y manifestaciones relativas a la OPA que puedan realizar los administradores, me remito a mi trabajo sobre *El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA*, TOMO, La Ley. En: *Revista de Derecho del Mercado de Valores ("RMV")*, nº2, 2208, p.123 y ss. (publicado también en *Derecho comercial y de las obligaciones*, No. 232, 2008, p.349 y ss.).
4. Como precisa por ejemplo el artículo 103.3 del *Testo Único della Finanza Italiano*, cuando obliga a los administradores a incluir en el informe "cualquier dato útil para la valoración de la oferta".
5. En sentido contrario se pronuncian, por ejemplo, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis, *Alcance y significado de la passivity rule tras la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición*, Editorial Aranzadi, Edición 2. En: *Revista Derecho de Sociedades ("RdS")* nº25, 2005, p.309 – "la única excepción al deber de neutralidad prevista en el ordenamiento positivo" es el informe de los administradores), y GARRIDO GARCÍA, José María. *La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil*, en *Derecho de sociedades*. Libro homenaje a F. Sánchez Calero, vol.III, MacGraw-Hill, Madrid, 2002, p. 2741 (el informe es una "táctica defensiva legítima" –).
6. En sentido contrario se manifiestan TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. *Op.Cit.*, p.465, quien considera en cambio que "este informe cumple su función específica en el marco de una OPA hostil (...), mientras que desvirtúa su cometido en las OPAs amistosas"; y VARELA VARAS, Angel y JUSTE MENCIA, Javier. *Adquisición de sociedades cotizadas*, en AA.VV. (dirs. ALVAREZ ARJONA, José María y CARRASCO PERERA), Angel. *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Editorial Aranzadi, Pamplona, 2004, p.666. También PÉREZ RENOVALES, Jaime. *Las ofertas públicas de adquisición de valores*, en AA.VV. (coord. F. URÍA), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, EDITORIAL, Madrid, 2007, p.690, ha entendido que el informe "es el trámite en el cual se revela el carácter hostil de la oferta".

elaboración del informe para dar a conocer sus posibles reservas sobre la oferta, es precisamente en las OPAs negociadas en las que aquéllos podrían tener más reticencias para difundir por su propia iniciativa ciertas informaciones de indudable interés para los accionistas –por ejemplo, los eventuales acuerdos alcanzados con el oferente– y, por tanto, en las que más se justifica un sistema forzoso de transparencia o de disclosure como el que encarna el informe. Y a ello se añade que el deber de pasividad y el informe de los administradores, lejos de responder a finalidades opuestas o contradictorias, atienden en último término a un mismo interés jurídico, que no es sino el de afirmar y amparar las facultades de decisión de los accionistas; mientras que aquél, al prohibir las actuaciones que puedan “impedir el éxito de la oferta” (artículos 60.bis.1 LMV y 28.1 del RD de OPAs), trata de evitar que los administradores priven a los accionistas de la facultad de aceptar la oferta de la que son destinatarios, el informe busca también –lo hemos visto– amparar y reforzar esta misma capacidad de decisión, para que los accionistas actúen de forma informada y con pleno conocimiento de causa.

II. CONTENIDO

1. Observaciones a favor o en contra de la OPA.

El órgano de administración de la sociedad afectada, en atención a sus facultades inderogables sobre la gestión y dirección de ésta, dispone por principio de una amplia libertad para dotar al informe del contenido que considere más adecuado. Al margen de las menciones expresamente requeridas por el RD de OPAs, que –como veremos– van referidas en gran medida a circunstancias que podrían condicionar la libertad de juicio de los administradores, el contenido básico del informe consiste en las “observaciones” de éstos “a favor o en contra” de la OPA – artículo 24.1, que reproduce la formu-

lación del artículo 20.1 del viejo RD 1197/1991–. Y como estas observaciones pueden ser de muy distinta naturaleza, el órgano de administración estará capacitado por regla para articular y exponer su opinión sobre la oferta en los términos que estime oportunos. La única exigencia legal a este respecto es que el informe, y por tanto el juicio sobre la oferta que en él se recoja, sea “detallado y motivado” – artículo 24.1 del RD de OPAs–⁷. Porque en atención a la finalidad informativa que desempeña, se subraya así que el contenido del informe debe consistir, no en valoraciones vacuas o arbitrarias de los administradores carentes de cualquier motivación y basadas en simples apreciaciones subjetivas, sino en criterios debidamente fundamentados que contribuyan de manera efectiva al proceso de toma de decisiones por los accionistas.

La inclusión de las “observaciones a favor o en contra” de la OPA es obligatoria para los administradores, que no pueden eludir su valoración de ésta ni la justificación de los motivos en que se fundamente. Sin duda, el juicio esencial que deben realizar los administradores es el relativo a la contraprestación de la oferta, en el sentido de determinar si ésta se considera justa y adecuada. Al margen de que la contraprestación constituye el elemento más relevante para la decisión de los accionistas –sobre todo en el nuevo régimen de OPAs, en el que por regla no caben ofertas parciales–, el profundo conocimiento de la realidad económica y de las expectativas de la sociedad afectada que cabe presumir a los administradores determina que la opinión que puedan emitir a este respecto revista una especial importancia; pero este juicio –como hemos visto– no puede reducirse a afirmaciones genéricas o apodícticas, sino que deberá ser “detallado y motivado” con el fin de ofrecer una verdadera utilidad informativa a los accionistas.

2. Repercusiones sobre el empleo y la actividad de la sociedad afectada.

7. El RD de OPAs integra así la exigencia contenida en la Directiva de OPAs, en el sentido de que el informe sea “motivado” (artículo 9.5), con la formulación de la LMV, que requiere en cambio que el informe sea “detallado” (artículo 60.bis.3). También el viejo RD 1197/1991 exigía que el informe fuera “detallado” (artículo 20.1).

El RD de OPAs exige que el informe, además de contener las observaciones a favor o en contra de la oferta, se pronuncie de forma específica sobre "las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad" (artículo 24.1.II). Esta mención, que no figuraba en el viejo RD 1197/1991, dimana directamente de la Directiva de OPAs, que requiere que el informe recoja la opinión de los administradores, "en particular", sobre las posibles repercusiones de la oferta y de los planes estratégicos del oferente en el empleo y la localización de los centros de actividad de la sociedad afectada (artículo 9.5); de hecho, la trascendencia que la Directiva atribuye a este juicio -que se antepone incluso a la propia valoración económica de la oferta- se evidencia también considerando que, entre los distintos "principios generales" formulados por aquélla, se incluye el relativo a que los administradores, "a la hora de asesorar a los titulares de valores", elaboren un dictamen sobre "las repercusiones de la aplicación de la oferta en el empleo, las condiciones de trabajo y la localización de los centros de actividad de la sociedad" (artículo 3.1.c). Esta circunstancia no es sino un reflejo de la preocupación que varios Estados -con un especial protagonismo de Alemania- manifestaron durante el proceso de elaboración de la Directiva respecto de los efectos negativos que las OPAs pueden tener sobre los intereses de los trabajadores⁸. Jurídicamente las OPAs se reducen a operaciones de compraventa o permuta de valores que se ventilan entre el oferente y los accionistas de la sociedad

afectada, que son por tanto los únicos llamados a determinar el éxito o no de aquéllas. Pero en una consideración más amplia, no es infrecuente que las OPAs vayan acompañadas de una reordenación más o menos profunda de la empresa adquirida -con ventas de activos, cierre de establecimientos, reducciones de plantilla, etc.- y puedan acabar afectando, en consecuencia, a los intereses de otros grupos de personas, como sería el caso en particular de los trabajadores.

En realidad, esta preocupación enlaza en último término con el pertinaz e inagotable debate sobre la noción del interés social y con la desconfianza que en ocasiones envuelve a las OPAs hostiles. Pero con independencia de su mayor o menor fundamento, no cabe obviar que la función primigenia del informe del órgano de administración es la de contribuir al proceso de decisión de los accionistas y que éstos, como es obvio, no pueden verse confiada la ingrata carga de tutelar con sus decisiones los intereses laborales y sociales que en su caso resulten afectados por la OPA. Sin duda, tanto la información del folleto sobre la finalidad de la operación y los planes del oferente⁹ como la valoración que el órgano de administración de la sociedad afectada realice sobre estos extremos pueden ofrecer en ocasiones un claro interés para los destinatarios de la OPA, como sería el caso en particular de las operaciones que ofrezcan valores en contraprestación y en las que esté prevista la posterior integración de ambas empresas¹⁰. Pero la tenaz insistencia de la Directiva en este aspecto, y la obligación impuesta a los administradores de pronunciarse en todo caso sobre las consecuen-

8. Recuérdese que la supuesta falta de atención a estos intereses fue una de las circunstancias invocadas por el Parlamento Europeo en el año 2001 para rechazar la anterior propuesta de Directiva de OPAs; para una exposición de estos antecedentes de la Directiva, v. BENEYTO, José María y PUENTE, José. *Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado*, en AA.VV., *El espacio financiero único en la Unión Europea. Los mercados de valores*, Marcial Pons, Madrid, 2005, pp. 535 y ss.
9. Información contenida esencialmente en el capítulo IV del folleto (v. anexo del RD de OPAs).
10. En este sentido, y en relación con las provisiones equivalentes del City Code británico, v. JOHNSTON, Andrew, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code*, Edición 66, Cambridge, 2007. En: *Cambridge Law Journal* No. 2, pp. 455-456, quien en todo caso considera sorprendente la obligación de incluir esta información por la orientación "pro-accionista" que con carácter general inspira al Code.

cias laborales e industriales de la oferta, parecen denotar que el informe del órgano de administración de la sociedad afectada, aun teniendo como principales destinatarios a los accionistas, reviste en el nuevo régimen legal una función informativa más prolija y general. Porque al representar el único cauce reglado e imperativo de información de los administradores dentro del procedimiento de la OPA, cabe entender que el informe se utiliza de algún modo para canalizar a través suyo otras informaciones relevantes, como serían las relativas a las previsibles consecuencias de la oferta sobre el empleo o los centros de actividad de la sociedad afectada, que más tienen que ver con la consideración de intereses distintos a los de los accionistas.

3. Acuerdos con el oferente y otras posibles situaciones de conflicto de interés.

Dentro de las menciones específicas que el RD de OPAs exige incluir en el informe, destaca también la obligación de manifestar “expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de estos y los miembros del órgano de administración de aquélla, así como la opinión de éstos respecto de la oferta” –artículo 24.1.I del RD de OPAs–. Esta exigencia guarda una evidente relación con la obligación equivalente que se impone al oferente, que también está obligado a describir en el folleto de la OPA “los acuerdos o pactos de cualquier naturaleza” que pueda haber alcanzado con los accionistas y administradores de la sociedad afectada¹¹. Pero los acuerdos que han de difundirse en ambos casos se definen en unos términos no del todo coincidentes, dado que el informe de los administradores debe abarcar los acuerdos de la sociedad afectada y de cualquiera de sus administradores, no sólo con el propio oferente, sino también con los administradores o socios de éste. Entrarían aquí, por tanto, los convenios alcanzados por la propia sociedad afectada con

el oferente o con cualquiera de sus socios y administradores, como será el caso típicamente de las OPAs negociadas que hayan ido precedidas de la celebración de pactos destinados a ordenar y proteger el desarrollo de la operación –acuerdos de entrega de información interna de la sociedad, comisión de gastos de preparación de la oferta o “*break-up fees*”¹², acuerdos de exclusividad, etc.–. Pero además, el artículo 24 del RD obliga a mencionar también, junto a los acuerdos celebrados por la propia sociedad afectada, aquellos que puedan haber alcanzado los miembros de su órgano de administración a título individual con cualquiera de los sujetos anteriores –compromiso de recomendación de la OPA, de continuidad en la gestión, de incorporación a la sociedad empleada para formular la OPA, etc.–. Nada se dice, en cambio, sobre los eventuales acuerdos que ligen a determinados accionistas de la sociedad afectada con el oferente, al tratarse de acuerdos que pueden escapar del conocimiento de los administradores y que habrían de difundirse, en su caso, por este último en el folleto de la oferta.

La exigencia de dar a conocer la existencia y el contenido de los eventuales acuerdos alcanzados por los administradores –ya sea por cuenta de la propia sociedad o a título individual– responde sin duda a un doble interés. De un lado, la divulgación de dichos acuerdos representa un elemento fundamental para conocer la actuación de los administradores en el contexto de la OPA, a efectos de valorar si éstos se han guiado en todo momento por la defensa de los intereses de los accionistas o si, por el contrario, han atendido en mayor o menor medida a consideraciones de otro tipo. Pero además, de otro lado, la existencia de dichos acuerdos es un factor que puede tener una incidencia evidente sobre la opinión de los administradores, que por tanto revela a los accionistas las verdaderas circunstancias y el contexto en que ésta es emitida. Porque dichos acuerdos, tanto si vinculan a la sociedad afectada como a algunos

11. “Acuerdos sobre la oferta y la sociedad afectada”, dentro del capítulo I del folleto (v. anexo del RD de OPAs).

12. V. art.42.4 del RD de OPAs.

de sus administradores, son susceptibles de condicionar la libertad de criterio del órgano de administración y, por extensión, la opinión y la valoración de la oferta recogida en el informe¹³. Y ello justifica por igual que los accionistas deban tener conocimiento de los mismos, con el fin de preservar la genuina finalidad informativa que desempeña el informe.

Por esta razón, también ofrece una evidente relación con este extremo la obligación impuesta por el artículo 24.1.IV del RD de OPAs de mencionar en el informe los valores de la sociedad oferente poseídos por la sociedad afectada, por las personas con las que ésta actúe concertadamente –*v.gr.*, un accionista significativo– o por los miembros de su órgano de administración, así como los valores de la propia sociedad afectada “poseídos o representados” por estos últimos –en cambio, los “valores de la sociedad afectada pertenecientes al oferente” deben ser mencionados por éste –como es lógico– en el folleto de la OPA¹⁴–. Lógicamente, la tenencia por la sociedad afectada o por sus administradores de participaciones en el capital del oferente es un elemento que, al revelar la posible presencia de intereses cruzados, puede resultar relevante para ponderar la opinión sobre la oferta vertida por aquéllos en el informe. Y el mismo contenido informativo cabe atribuir a la participación que posean los administradores en el capital de la propia sociedad afectada, aun tratándose en este caso de una información pública sujeta como tal a un régimen de transparencia mucho más amplio que el específico del informe sobre la OPA –artículo 53.5 LMV y art.31 del RD 1362/2007, sobre los requisitos de transparencia relativos a la información de las sociedades cotizadas–;

en todo caso, la necesidad de mencionar, no sólo los valores “poseídos”, sino también los “representados” por los administradores, parece dotar a esta obligación de un mayor alcance, al poder entenderse que se alude así a la participación de los accionistas que hayan designado a aquéllos –como sería el caso en particular de los consejeros dominicales–.

Junto a estas menciones específicas, aunque compartiendo finalidad, el RD de OPAs exige también que se haga constar y explique en el informe cualquier otra situación de conflicto de interés que pueda afectar a algún miembro del órgano de administración (artículo 24.1.III). Esta alusión genérica a los eventuales conflictos de interés obliga a entender que se alude así a cualquier situación distinta de la celebración de acuerdos o de la existencia de participaciones cruzadas, siempre que sea susceptible de nublar la objetividad del juicio emitido por los administradores y la atención de éstos a los intereses exclusivos de los accionistas –existencia de intereses económicos comunes con el oferente, de vínculos con su equipo gestor, etc.

4. Otras menciones.

Por último, el informe debe recoger “la intención de aceptar o no la oferta” por los administradores “que sean titulares directos o indirectos de valores afectados” (artículo 24.1.I). La decisión que tomen los administradores de acudir o no con sus valores a la OPA puede ser más indicativa de la verdadera opinión que les merece ésta que cualquier otra manifestación recogida en el informe, además de ser un elemento esencial para valorar la congruencia y fundamento de la posición públicamente adoptada frente a

13. De ahí que algún ordenamiento comparado defina los acuerdos afectados en términos más amplios, como en el caso del Derecho francés; en efecto, el artículo 3 de la “Instrucción” No. 2006-07 de 25 de julio de 2006 de la *Autorité des Marchés Financiers* exige mencionar en el informe de los administradores “cualquier acuerdo concluido por las personas afectadas o sus accionistas susceptible de tener una incidencia sobre la valoración de la oferta o sobre su resultado, sin perjuicio de la apreciación de su validez por los tribunales”. Como también han destacado DE CARLOS, Luis y CÁRDENAS, Carlos. *Obligaciones...* Cit., p. 526, se trata de informar a los accionistas de cualquier acuerdo que condicione la opinión del órgano de administración “y que pudiera hacer prevalecer los intereses del oferente sobre los de los propios accionistas”.

14. Dentro del capítulo I, según resulta del anexo del RD de OPAs.

aquella¹⁵. Por ello, en atención a la finalidad meramente informativa de esta mención, desde una perspectiva jurídica no es exigible que la intención manifestada por los administradores a este respecto tenga que corresponderse con el juicio emitido sobre la oferta, al poder existir numerosas circunstancias que justifiquen una conducta en apariencia contradictoria –por ejemplo, opción de los administradores que emiten una opinión favorable sobre la OPA de continuar a pesar de todo como accionistas de la sociedad afectada, con todas o una parte de sus acciones, como forma de reflejar un compromiso con el futuro de ésta–¹⁶. En los supuestos en que la “intención” de aceptar la oferta no esté formada en el momento de emisión del informe, no debe existir impedimento alguno para omitir este extremo, pero siempre que los administradores se obliguen a difundir su decisión más adelante y por supuesto antes del cierre del plazo de aceptación –por ejemplo, a través de un hecho relevante–. Además, ha de entenderse también que los administradores están obligados a revelar su intención personal en relación con la aceptación de la oferta, pero no la del accionista o accionistas a los que en su caso puedan representar –como sería el caso singularmente de los consejeros dominicales–; por mucho que el RD de OPAs aluda a los administradores que sean “titulares directos o indirectos de valores afectados” (artículo 24.1)¹⁷, lo cierto es que en esos casos, al margen de no

existir “titularidad” alguna, el administrador puede incluso estar incapacitado para expresar una “intención” a la que a menudo será ajeno y que eventualmente podría hasta desconocer; y se añade a ello que el informe es una obligación específica de los administradores, que enlaza con los deberes de fidelidad de éstos frente a los accionistas, que no puede extenderse por esta vía a los accionistas que de forma más o menos directa cuenten con una representación en el consejo de administración.¹⁸

Por lo demás, desde una perspectiva legal no se requiere que el informe contenga recomendación alguna a los accionistas. Aunque ésta sea habitual –como revela la experiencia práctica– en los informes que recogen una opinión claramente favorable o desfavorable sobre la OPA, los administradores pueden adoptar una posición neutral y limitarse a destacar de forma aséptica tanto los aspectos positivos como negativos que aprecien en la oferta, sin incluir consejo alguno a los accionistas sobre la decisión a tomar¹⁹. Y en atención a la libertad de los administradores para perfilar el contenido del informe, éste también puede ser empleado para dar a conocer cualquier otra cuestión relativa al proceso de la OPA, aunque en rigor sea ajena a la valoración de ésta –la intención de convocar una junta general para que se pronuncie sobre posibles medidas defensivas o sobre los acuerdos de

15. En este sentido, destacando que se aspira a garantizar así la “coherencia de la opinión” dada por los administradores, TAPIA HERMIDA, Alberto Jaime. *Op.Cit.*, p. 471.

16. Al respecto v. DEL CAÑO PALOP, José Ramón. *Supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las ofertas públicas de adquisición*, en AA.VV., *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Editorial Deusto, Madrid, 1992, p. 236, a quien parece “un cierto contrasentido que el órgano de administración y los consejeros estimen la oferta como adecuada y conveniente y, sin embargo, no la acepten”.

17. Por contraposición al viejo RD 1197/1991, que se refería solo a los administradores que fueran “titulares de valores afectados” (art.20.1).

18. No parece ser éste, sin embargo, el criterio de la CNMV, que, en relación con el informe difundido por el órgano de administración de Sogecable S.A. respecto de la OPA formulada por Prisa S.A. requirió a aquel para que “recabara” y “pusiera en conocimiento del público” –entre otros extremos– “la intención de Telefónica S.A., sociedad representada en el consejo de administración de Sogecable por 4 consejeros (...), de aceptar o no la oferta en las acciones de su titularidad” (hecho relevante de Sogecable de 14 de abril de 2008).

19. Para las posibles clases de informes (favorables, neutrales y desfavorables), v. TAPIA HERMIDA, Alberto Jaime. *Op.Cit.*, p.467 y ss. Y para algunos ejemplos recientes de informes desfavorables en la experiencia española, v. la Memoria de la CNMV del 2003, p. 65, así como los Informes anuales de la CNMV de los años 2005 y 2006, pp. 58 y 61, respectivamente.

modificación estatutaria a los que haya podido condicionarse la OPA, información sobre procedimientos judiciales o administrativos pendientes que afecten a ésta, proyectos empresariales de los administradores en caso de fracaso de la oferta, etc.-.

III. APROBACIÓN DEL INFORME

1. Supuestos.

Con carácter general, el informe debe elaborarse por la sociedad afectada en cualquier oferta pública de adquisición, ya sea voluntaria u obligatoria. Su publicación debe tener lugar en el plazo máximo de diez días naturales desde la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta (artículo 24.2 del RD de OPAs), con el evidente propósito de que los accionistas puedan disponer del mismo con una antelación suficiente para tomarlo en consideración en su proceso de decisión. Además, en caso de que el oferente modifique las características de la OPA –algo para lo que está capacitado hasta los últimos cinco días naturales del plazo de aceptación–, se exige que el órgano de administración de la sociedad afectada emita un nuevo informe en un plazo más reducido de cinco días naturales (artículo 31.6 del RD de OPAs), al ser manifiesto que la mejora de los términos de la OPA puede incidir sobre la opinión recogida en el informe inicial. Y por razones similares, una obligación equivalente se impone también en el caso de las OPAs competidoras y de sus eventuales modificaciones (artículo 45.8 del RD de OPAs), aunque la complejidad del régimen aplicable a estas últimas y la defectuosa coordinación legal de algunos de sus plazos puede generar en ocasiones ciertas dificultades aplicativas en relación con la elaboración y publicación de los sucesivos informes.²⁰

El informe del órgano de administración de la sociedad afectada “no procederá” en las OPAs

20. Como en el caso de que los oferentes competidores hagan uso de la facultad que se les reconoce de modificar las condiciones de su oferta una vez autorizadas todas las ofertas competidoras y con anterioridad a la fase de sobre cerrado (artículo 45.2), lo que podría forzar al órgano de administración a emitir numerosos informes en un plazo temporal muy reducido.

de exclusión (artículo 10.4.IV del RD de OPAs). Esta exención –que no preveía el antiguo RD 1197/1991– se justifica sin duda por las especiales características de estas ofertas que, además de responder a una finalidad normativa tasada y específica, han de realizarse a un precio “intervenido”, fijado de conformidad con los parámetros legales, que deja poco margen para la valoración de los administradores. En estos casos, la información relevante para los accionistas será la que se ponga a su disposición con ocasión de la junta general que apruebe la oferta de exclusión, considerando en particular la obligación impuesta a los administradores de elaborar a tal efecto un informe justificando “detalladamente” la propuesta y el precio ofrecido (artículo 34.5 LMV).

En cambio, nada dice el RD de OPAs respecto de la obligación de elaborar o no un informe en las OPAs por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias (artículo 12). En ausencia de previsión alguna, ha de entenderse en consecuencia que también en estos casos el órgano de administración de la sociedad –que será al tiempo afectada y oferente– deberá aprobar y difundir el oportuno informe sobre la OPA, por mucho que numerosas menciones del mismo carezcan prácticamente de significado en esta modalidad de ofertas –v.gr., acuerdos con el oferente, planes estratégicos del oferente, etc.–.

2. Opinión del Consejo y opinión individual de los consejeros.

La confección y aprobación del informe sobre la OPA es lógicamente una decisión colegiada del consejo de administración, que deberá aprobarse por éste con los quórum y mayorías ordinarios que resulten aplicables. El informe recoge, no las opiniones individuales de los administradores, sino la valoración de la OPA realizada por el órgano de administración de la sociedad afectada en su condición de tal.

Pero como el informe carece propiamente de efectos jurídicos y desempeña una mera función informativa, ésta se refuerza con la exigencia legal de incorporar a aquél, junto a la opinión conjunta del órgano, las "posiciones distintas en relación a la oferta" que puedan mantener los miembros del órgano de administración que se encuentren en minoría (artículo 24.1.IV del RD de OPAs). En consecuencia, los administradores que no compartan el juicio mayoritario del órgano de administración no sólo podrán, sino que –en los términos legales– "deberán" formular las razones de su desacuerdo e incorporarlas al informe que se publique, en atención al recurrente propósito normativo de enriquecer el contenido informativo de éste y de reforzar su utilidad para los accionistas. Pero la posibilidad de expresar una opinión individual separada ha de reconocerse por igual a los administradores que, aun compartiendo la opinión del órgano, deseen a pesar de todo matizarla en algún extremo o poner de manifiesto cualquier otra circunstancia que consideren relevante.

Por lo demás, nada dice el RD de OPAs sobre el órgano competente para aprobar el informe cuando la sociedad afectada sea una sociedad anónima europea domiciliada en España que haya optado por un sistema dual de administración. Con todo, en atención a la finalidad informativa que desempeña, cabe entender que el informe deberá recoger en estos casos la opinión tanto de la dirección como del Consejo de control.²¹

3. La posición de los consejeros en situación de conflicto de interés.

En los supuestos en que la OPA sea formulada por un socio mayoritario o relevante de la sociedad que cuente con representación en el órgano de administración, y en general siempre que algunos de los integrantes de éste hayan alcanzado acuerdos o mantengan cualquier tipo de relación con el oferente, se suscita la cuestión relativa a la posible intervención de los consejeros afectados en el proceso de elaboración y aprobación del informe sobre la OPA. Ante la ausencia de cualquier previsión expresa en el RD de OPAs, cabría recurrir aquí al régimen societario general, que –como es sabido– obliga a los administradores a comunicar cualquier situación de conflicto directo o indirecto que pudieran tener con el interés de la sociedad y a abstenerse de "intervenir en la operación a que el conflicto se refiera" (artículo 127.ter.2 LSA). La extensión de esta previsión al ámbito de las OPAs permitiría entender que los administradores afectados por el conflicto deberían abstenerse de participar en las deliberaciones del Consejo dirigidas a la confección y aprobación del informe sobre la oferta y, en consecuencia, de intervenir de cualquier modo en la formación de la voluntad colectiva del órgano.²²

No parece, sin embargo, que la disciplina general de la LSA sobre conflictos de interés de los administradores pueda trasladarse mecánicamente al ámbito específico del informe sobre

21. Así se prevé expresamente en el Derecho alemán, que impone la obligación de publicar el informe "razonado sobre la oferta" al órgano de dirección y al Consejo de vigilancia (art.27 de la Ley sobre Adquisición de Valores y Ofertas Públicas de Adquisición), y en Italia, donde se ha previsto que, en el caso de "las sociedades organizadas de acuerdo con el sistema dual, el informe, eventualmente conjunto, se aprueba con el órgano de dirección y por el Consejo de vigilancia" (artículo 103.3 del *Testo Unico della Finanza*). Entre nosotros, ha defendido que en estos casos la obligación de publicar el informe ha de extenderse también al órgano de dirección GUERRA MARTÍN, Guillermo. *La transposición al Derecho español de la Directiva sobre OPAs (El proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley del Mercado de Valores)*. Editorial Aranzadi, España, 2006. En: *Revista de Sociedades* No.27, p. 175 (también en *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal*. Libro homenaje al Prof. R. García Villaverde, t. I, Marcial Pons, Madrid, 2007, p. 61).
22. Esta opinión ha sido recientemente defendida por FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, Jaime. *Los mecanismos contractuales de facilitación y garantía en las operaciones de cesión del control de la sociedad cotizada*. Editorial Aranzadi, España, 2007. En: *Revista de Sociedades* No. 29, p. 129 y ss., quien entiende que los administradores afectados (típicamente, los que representen al socio mayoritario) deben abstenerse de intervenir en "las

la OPA. La formulación de esa disciplina por relación a la noción de "operación" revela que la misma va referida a las transacciones realizadas por un administrador con la propia sociedad, como sería el caso en particular de las operaciones vinculadas. Debe tratarse de "operaciones" que generen prestaciones u obligaciones a cargo de la sociedad y que por tanto sean susceptibles de comportar un perjuicio para los intereses de ésta, por el riesgo de que la decisión de celebrarlas o la fijación de sus concretas condiciones responda de modo preferente al interés personal del propio administrador –contratos de prestación de servicios, de compraventa de activos, etc.–. Y nada de esto ocurre en el caso del informe sobre la OPA que, además de carecer de cualquier correspondencia con la categoría de "operación", desempeña una función meramente adjetiva e instrumental, al no comportar por sí mismo efectos jurídicos de ningún tipo para la sociedad.

Se añade a ello que el RD de OPAs dedica una especial atención a estas cuestiones, al exigir –entre otros extremos– que la opinión del informe sea "motivada" o que se exprese en el mismo cualquier situación de conflicto de interés de los administradores, así como las distintas opiniones sobre la OPA que en su caso concurren dentro del propio Consejo. Y ello revela sin duda –a mi modo de ver– que el legislador se ha cuidado de prever una disciplina especial para estos supuestos, basada en la simple transparencia y, por tanto, más flexible y matizada que la categórica prohibición impuesta por la normativa societaria para las "operaciones" que vinculen a la sociedad con sus administradores. El riesgo en estos casos no es que la sociedad pueda resultar perjudicada por la intervención en el informe de los administradores en situación de conflicto, sino que el mismo recoja una opinión parcial e interesada; pero este riesgo no se combate condenando al silencio a los administradores

afectados, sino exigiendo que éstos divulguen en el propio informe todas las circunstancias que podrían afectar al juicio emitido. De hecho, la exigencia de que cualquier juicio sobre la oferta sea "detallado y motivado" y la necesidad de exponer en el informe, junto a la opinión del Consejo, cualquier otra posición minoritaria de los administradores, permiten entender que la finalidad informativa del informe, lejos de verse comprometida con la participación en el mismo de los administradores afectados por el eventual conflicto de interés, ha de verse incluso potenciada en estos casos. Si la finalidad del informe no es otra que la de proporcionar a los accionistas elementos de juicio de la oferta, no existe razón alguna para presumir que aquellos que provengan de los administradores que de alguna forma estén vinculados al oferente han de ser por ello menos valiosos o hasta engañosos, mientras la situación de conflicto sea debidamente divulgada.

En el límite, cabría entender incluso que esta conclusión se justifica también por las dificultades que pueden existir en una situación de OPA para delimitar con precisión los supuestos de conflicto de interés que han de considerarse incapacitantes, pues en ciertas situaciones –como las OPAs hostiles– el conflicto podría llegar a predicarse con cierto fundamento precisamente de los administradores que carezcan de vinculación alguna con el oferente.

Desde esta perspectiva, parece forzoso concluir que los consejeros de la sociedad afectada que por cualquier motivo tengan un interés personal en la OPA podrán intervenir en las deliberaciones y aprobación del informe, aunque siempre que expliciten en el Consejo y –lo que es más relevante– en el propio informe la existencia y naturaleza de dicho interés. Esta conclusión encuentra también cierto apoyo en la experiencia práctica de nuestro mercado, que cuenta con numerosos precedentes –bien

deliberaciones del Consejo de administración dirigidas a confeccionar y aprobar el informe preceptivo exigido por el art.24.1 RDOpas", por lo que el vocal incurso en conflicto de intereses "deberá asistir a la sesión del Consejo que se convoque y, una vez efectuadas las manifestaciones preceptivas [exigidas por el RD de OPAs], deberá abandonar la sesión".

que no constantes e invariables- en que los administradores vinculados al oferente no han dudado en participar en la aprobación del referido informe o en incluir en éste su opinión personal sobre la misma, aunque explicitando al tiempo la situación de conflicto de interés en que se encontraban.²³

En cualquier caso, en las OPAs que involucren a accionistas relevantes o a administradores de la propia sociedad afectada adquiere una especial relevancia la posibilidad de que el Consejo de administración respalde su juicio sobre la OPA con la opinión de uno o varios asesores financieros –típicamente, bancos de inversión–, que contribuyan a dotar al informe de un mayor fundamento y a mitigar cualquier eventual sospecha de conflicto de interés. La contratación por el órgano de administración de la sociedad afectada de asesores financieros, entre otras razones para que se pronuncien sobre la razonabilidad económica de la contraprestación ofrecida, es una práctica absolutamente generalizada en nuestra experiencia, que de hecho parece presuponerse en el propio RD de OPAs –v. el artículo 42.4, exigiendo que los “break-up fees” que puedan acordarse con el primer oferente sean aprobados por el Consejo de administración, “con el informe favorable de los asesores financieros de la sociedad”–. Y en

atención a la especial idoneidad de las OPAs –tanto hostiles como amistosas– para colocar a los administradores de la sociedad afectada en una posición jurídica particularmente vidriosa y conflictiva, se trata sin duda de una práctica recomendable, pues contribuye a objetivar la actuación de aquéllos durante el proceso de la OPA y, más en concreto, a fundamentar la opinión que puedan emitir en el informe²⁴. Así lo confirman algunos ordenamientos comparados, que imponen la obligación de la sociedad afectada de servirse de asesores financieros en cualquier OPA²⁵ o, en su caso, en aquellas que susciten graves conflictos de interés.²⁶

4. Publicación y facultades de las CNMV.

Una vez aprobado el informe, y dentro del ya referido plazo de diez días naturales desde el inicio del plazo de aceptación de la oferta, la sociedad afectada deberá proceder a publicarlo “en cualquiera de las formas previstas en el artículo 22.1” para la publicación de los anuncios de la OPA por el oferente (artículo 24.2 del RD de OPAs). En este último caso, se requiere que los anuncios se publiquen en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores en que se negocien los valores afectados –o en los Boletines de todas ellas cuando éstos estén integrados en

23. Cuestión a la que alude también FERNÁNDEZ DE ARAOZ GOMEZ-ACEBO, Jaime. *Op.Cit.*, p. 131, n.101, quien destaca sin embargo que “la práctica en nuestras sociedades cotizadas ha sido muy variada”, al haber otros ejemplos en que los administradores afectados por el conflicto se abstuvieron de participar en el informe.

24. En este sentido cabe interpretar el ya citado requerimiento que la CNMV dirigió al órgano de administración de Sogecable S.A. tras la difusión por éste del informe sobre la OPA formulada por Prisa S.A. para que diera a conocer –entre otros extremos– si para la elaboración del mismo había “dispuesto de información distinta o adicional sobre la oferta a la contenida en el folleto informativo” –hecho relevante de Sogecable de 14 de abril de 2008–.

25. Como en el caso del City Code británico, cuya Rule 3.1 exige que el órgano de administración de la sociedad afectada obtenga “competent independent advice” sobre cualquier oferta y que la “esencia” de ese asesoramiento se dé a conocer a los accionistas; como precisa la primera note a esta regla, aunque este asesoramiento se requiere en cualquier oferta, el mismo es de “particular importancia en los casos en que la oferta sea un management buy-out o una operación similar o sea realizada por el actual accionista o grupo de accionistas de control”, casos en los que es “particularmente importante que la independencia del asesor esté fuera de cuestión”; además, dada la importancia de la función del asesor, “el Consejo de administración de la sociedad afectada o de la potencial sociedad afectada debería nombrar un asesor independiente tan pronto como sea posible desde que tenga conocimiento de la posibilidad de que se formule una oferta”.

26. Como ocurre en Francia, al exigir el artículo 261-1 del *Règlement Général de l’Autorité des Marchés Financiers* que la sociedad afectada nombre “un experto independiente cuando la operación sea susceptible de generar conflictos de intereses dentro de su Consejo de administración, de su Consejo de vigilancia o del órgano competente, que puedan comprometer la objetividad del informe motivado [sobre la oferta] o poner en cuestión la igualdad de los accionistas o de los tenedores de los instrumentos financieros a los que se dirige la oferta”.

el Sistema de Interconexión Bursátil Español y, "como mínimo, en un periódico de difusión nacional" (artículo 22.1). Pero en el caso del informe sobre la OPA sólo se exige que su publicación se haga "en cualquiera" de estas formas y no necesariamente en todas ellas. Se trata de una divergencia de incierta justificación²⁷, que parece relativizar la importancia que el propio legislador atribuye al informe en relación a los anuncios de la OPA –sin duda porque aquél recoge una simple opinión orientativa sobre la oferta y éstos los términos esenciales que los accionistas necesitan conocer a efectos de su aceptación–, pero que en todo caso suele verse mitigada en términos prácticos por la habitual difusión del informe por la sociedad afectada en forma de hecho relevante –cosa que no suele ocurrir, en cambio, con los anuncios sobre la OPA, seguramente por su carácter más reglado–.

En el mismo plazo previsto para la publicación, el informe debe ser remitido por la sociedad afectada a la CNMV, "para que lo incorpore al expediente de la oferta pública" (artículo 24.2)²⁸. A diferencia del folleto y, por extensión, de los anuncios de la OPA, que deben ser expresamente autorizados por la CNMV (artículo 21.1 del RD de OPAs), el informe no está sometido a autorización alguna. Ello revela, no tanto un desequilibrio en relación a la documentación aportada por el oferente²⁹, sino las incuestionables diferencias de naturaleza que existen entre ésta última y el informe sobre la OPA. Porque así como el folleto y los anuncios recogen los elementos esenciales de la oferta dirigida a los

accionistas y, por tanto, los términos exactos en que acepta obligarse el oferente, el informe se limita a plasmar una opinión puramente personal de los administradores que, con independencia de los mayores o menores efectos prácticos que pueda tener, carece como tal de cualquier trascendencia jurídica. El folleto y los anuncios condensan la reglamentación negocial de los contratos de compraventa o de permuta de valores propuestos por el oferente, mientras que el informe sobre la OPA es un simple elemento informativo destinado a facilitar el proceso de decisión de los accionistas. Y ello justifica, lógicamente, las distintas facultades atribuidas en ambos casos a la CNMV, pues en el primer caso debe comprobar que el folleto y los anuncios incluyen toda la información legalmente exigida para que los accionistas puedan aceptar la oferta y en el segundo, en cambio, que la obligación de emitir el informe ha sido cumplida.

Aun así, si el informe remitido no incluyera alguna mención imperativa –la existencia de acuerdos con el oferente, la intención de aceptar o no la oferta, etc.–, o si alguna información suministrada fuera manifiestamente incorrecta, la CNMV podrá requerir al órgano de administración para que lo complete o para que dé a conocer de cualquier otro modo el extremo omitido³⁰, en atención tanto a sus facultades de supervisión en materia de OPAs (artículo 49 del RD de OPAs) como a sus competencias genéricas para imponer la difusión de información a cualquier persona relacionada con los mercados de valores (artículo 89 LMV)³¹. Pero fuera de estos

27. Así se destacó ya en relación a la previsión equivalente del viejo RD 1197/1991 (art.20.2), que fue objeto de consideraciones críticas por la asimetría que consagraba con el régimen de publicidad de los anuncios de la OPA; a este respecto, v. DE CARLOS/CÁRDENAS, *Obligaciones...*, Cit., p. 528; CÁRDENAS, *Régimen jurídico...*, Cit., pp. 127-128; A.J. TAPIA HERMIDA, Cit., p. 472.

28. El viejo RD 1997/1991 exigía que la remisión del informe a la CNMV se realizara "con carácter previo a su publicación" (art.20.2). Pero al haberse eliminado esta mención en el vigente RD de OPAs, debe entenderse ahora que el mismo podrá remitirse al mismo tiempo o incluso con posterioridad a la publicación, siempre que se haga dentro del referido plazo de los diez días.

29. Como entendió TAPIA HERMIDA, Alberto Jaime, *Op.Cit.*, p. 466, bajo el viejo RD 1197/1991.

30. En este sentido, aunque en relación al régimen anterior, TAPIA HERMIDA, Alberto Jaime, *Op.Cit.*, p. 466; DEL CAÑO PALOP, "Supervisión...", Cit., p. 236.

31. No parece, sin embargo, que la omisión de datos en el informe o la inclusión en el mismo de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño pudiera perseguirse por la CNMV de acuerdo con la infracción muy

supuestos, debe entenderse que la CNMV no podrá entrar a valorar el contenido del informe ni exigir que se modifique en un determinado sentido, dado que la responsabilidad última sobre el mismo corresponde –como hemos visto– a los administradores de la sociedad afectada.

Por último, en una clara manifestación de la función informativa general que se atribuye al informe, se requiere también que éste sea remitido en el mismo plazo previsto para la publicación a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada; no obstante, si los repre-

sentantes de los trabajadores remitieran en ese plazo al órgano de administración un dictamen distinto en relación con las repercusiones sobre el empleo, éste deberá adjuntarse al informe de la sociedad afectada (artículo 24.2 del RD de OPAs). En principio, cabe entender que esta última posibilidad sólo será viable cuando el órgano de administración remita el informe a los representantes de los trabajadores con una cierta antelación respecto de su publicación o, alternativamente, cuando éstos opten por su propia iniciativa por remitir dicho dictamen sin esperar a conocer el informe de aquél.

grave del artículo 99.r y de la infracción grave del artículo 100.z.bis de la LMV, dado que ambas infracciones van referidas a la información y documentación que debe presentar el oferente. De ahí que dicha conducta habría de sancionarse, en su caso, por la infracción muy grave del artículo 99.r.bis de la LMV, que con carácter general sanciona el incumplimiento por el órgano de administración “de las obligaciones establecidas en el artículo 60.bis de esta ley y en su desarrollo reglamentario”; se trata de un tipo sancionador esencialmente pensado para las infracciones del deber de pasividad, pero que en los supuestos más graves podría alcanzar también a la elaboración del informe.