

SOBRE UNA RECIENTE MONOGRAFIA DE DERECHO MERCANTIL (*)

FRANCISCO VICENT CHULIÁ
Catedrático de Derecho Mercantil

Soberbiamente presentado y prologado, respectivamente, por los profesores Garrigues y Girón, y en espléndida impresión, el libro del Prof. Jaime Zurita, hoy Catedrático de Derecho mercantil de la Universidad de Palma de Mallorca fue resultado de largos años de estudio. Constituye un hito en una línea de investigación que si inició ya con una colaboración en los "Estudios jurídicos en homenaje a Joaquin Garrigues" (tomo II, 1971, págs. 509 ss) sobre la reglamentación francesa de las OPA, reciente entonces, se continúa ahora con el breve pero ciertamente profundo y agudamente crítico estudio hecho al régimen español de la OPA, contenido en el Real Decreto 1848/1980 de 5 de septiembre (BOE del 19), uno de los que han introducido la reforma del mercado de valores, (en "Revista de Derecho Bancario y Bursátil", n° 4, 1982, págs. 751 ss).

Su profunda formación en el tema es la que le permite hacer una valoración crítica del Real Decreto (del que nuestro "Compendio Crítico de Derecho mercantil", Valencia, tomo 1, 1981, págs. 402-406, ofrece una exposición descriptiva).

La OPA de acciones u obligaciones convertibles en acciones tiene como objeto la adquisición del control de la sociedad cuyas acciones se postulan ("sociedad afectada") siendo los destinatarios de la oferta la masa de accionistas actuales, si bien se observa un creciente reconocimiento de la operación para fines más limitados. La noción de control, como "poder de disfrutar y disponer del patrimonio social como un auténtico propietario" (pág. 2) está en el centro del Derecho de Sociedades Anónimas, como Derecho de institucionalización de las grandes

(*) ZURITA, J. "La oferta pública de adquisición (OPA)" Bolsa de Madrid, Estudios Jurídicos, 1980, 523 págs.

empresas (como dice Girón en el Prólogo, pág. XIII). Este poder, reconocido en la hipótesis legal a la mayoría de capital, en la realidad surge de posiciones accionarias mucho más modestas, destacadas en las diversas tipologías del control (Berle-Means, Berle, jr. Weinberg, Champaud, etc.). Lo que acentúa sobremanera la pérdida de legitimidad de un “poder sin propiedad” (Berle, jr.) que condiciona la reforma neocapitalista de la Sociedad Anónima en todos los Estados, encaminada a proteger los diversos intereses en presencia —accionistas minoritarios, inversores, trabajadores, etc.— frente a los “accionistas de control” y los administradores que aquellos designan. De ahí también el importante valor económico que posee el control mismo, como objeto de tráfico.

Zurita, por ello, tras definir la noción de control (pág. 1 y ss) describe las diversas modalidades que reviste su “tráfico jurídico”: el “ramassage” o compra paulatina de acciones en Bolsa, la cesión de control y las OPA (pág. 14 ss.). La transmisión del poder de control en la sociedad afecta a muy diversos intereses: a quien pretende adquirirlo u oferente de la OPA; a quien lo ostenta, que aspirará a obtener para sí la “prima” o sobreprecio de las acciones que conllevan u otorgan el control, por sí mismas o añadidas a las que ya poseía el oferente; los accionistas minoritarios, interesados en participar en dicha prima y en evitar las consecuencias perjudiciales del cambio de titular del control; y los trabajadores de la sociedad afectada que, ante este hecho, pueden ver burladas las normas que les protegen en caso de “cesión de empresa”. Apuntemos que Zurita aquí, apartándose de doctrina comparada (que cita en pág. 13 y nota 29) rechaza con argumentos jurídico-formales la asimilación a aquella (pág. 57-58); pero consideramos muy discutible que esta operación no constituya, al menos, una “modificación del “status” jurídico de la empresa” que “suponga cualquier incidencia que afecte al volumen de empleo” (a los efectos del preceptivo informe del art. 64.14 del Estatuto de los trabajadores), si tomamos este término en su significado más amplio; y que a pesar de las distinciones formales en ningún caso habíamos de admitir lo que pueda constituir fraude de ley (art. 6-4 C. civil).

La OPA se ha revelado un procedimiento que sirve para proteger los diversos intereses en presencia, ya que va dirigida en condiciones de igualdad a todos los accionistas de la sociedad afectada, quienes de este modo participan por igual en la “prima de control”; es susceptible de ofertas en competencia por otros oferentes, mejorando las condiciones (pág. 16 y ss.); y permite adquirir el control aun contra la voluntad de quien lo ostenta (OPA “agresiva”) salvo que éste posea la mayoría de las acciones. No obstante, por vía jurisprudencial y legal la cesión de

control ha ido siendo institucionalizada, aproximándola o convirtiéndola en OPA, en protección del principio de igualdad de oportunidades de venta de los accionistas de la sociedad afectada, tal como demuestra el autor en su espléndido estudio comparatístico (pág. 22 y ss.) y constructivo (pág. 52-90) de la cesión de control. “Mientras en Estados Unidos —dice— la crítica a la cesión de control (es decir, la realizada sin dar participación a los demás accionistas en la prima de control) se hace apoyándose en el Derecho de sociedades, concretamente en la existencia de un deber fiduciario de los administradores y accionistas mayoritarios frente a los minoritarios, en Europa, la crítica se ha hecho tratando la cuestión desde la perspectiva del mercado de valores” (pág. 49); si bien estima que los argumentos en favor de la igualdad de trato no pueden basarse en el Derecho de sociedades (pág. 53). En la segunda perspectiva es de especial interés la definición del marco institucional en que ha de desarrollarse la OPA, como operación bursátil o extrabursátil (ésta, la cesión directa entre transmitente y el oferente de la OPA), siendo aleccionadora la evolución de los Derechos francés y belga (pág. 106 y ss.). Frente a la situación legal en estos dos países el autor afirma la insuficiencia de las propuestas del Informe de la Comisión Española para el Estudio del Mercado de Valores, en atención a que el artículo 74 del Código de Comercio, permite la venta directa de valores mobiliarios sin intermediación de Mediador Colegiado (págs. 119-124) siendo distinta, como se sabe, su necesaria intervención como fedatario público, junto con los Notarios y Agentes consulares, a los efectos de la validez de la transmisión. De lo que se deduce la imposibilidad de regular por vía de Real Decreto las OPA extrabursálites, aunque en la mayoría de los casos se referirán a valores admitidos a cotización en Bolsa y la amenaza de su exclusión puede ser muy persuasiva.

Los esfuerzos por hallar una normativa satisfactoria a nivel de la CEE (a partir del Proyecto de Directriz redactado por el inglés Pennington, y muy influido por la regulación inglesa) y de España, en un momento en que aún no se había promulgado el Real Decreto 1848/1980, llevan al autor a hacer un estudio del Derecho comparado, que ofrece gran variedad, en atención a las peculiaridades del mercado de valores de cada Estado (pág. 125 y ss.).

Destaca *Inglaterra*, donde las “take over bids” o pujas por el control estimuladas por la inflación en los años cincuenta, que hacía muy codiciables los activos, infravalorados, de muchas sociedades, han sido objeto de autorregulación por la “City”, conjunto institucional en el que destacan los “Merchant Banks” como “Exempted Dealers” o mediadores no oficiales en el mercado de valores y la Bolsa, que es tam-

bién un negocio privado (págs. 134 y ss.). La autorregulación corre a cargo del "Panel on take-over and mergers", comité integrado por los diversos sectores interesados y que hoy forma parte del "Council for the Securities Industries" creado en 1978 a iniciativa del Banco de Inglaterra a imagen de la "Securities Exchange Commission" de los EEUU, pero de carácter privado. Y se aplican las "Notes on Amagamations of Brithsh Business", cuya edición de 1976 contiene 14 principios generales, 39 reglas y unas notas prácticas, y regulan cualquier toma de control, pero principalmente la OPA; y las Normas o "Rules" de la Federación de Bolsas de Gran Bretaña e Irlanda, revisadas en 1973, que destinan el Capítulo V a las OPA. Junto a esta regulación, el Gobierno y el parlamento se han negado siempre a intervenir legislativamente en los asuntos de la "City", tan sólo son aplicables algunas normas de la "Prevention of Fraude Act" de 1958 y las "Licensed Dealers Rules" de 1960, con un ámbito de aplicación muy reducido y encaminadas fundamentalmente a procurar una buena información.

En *Francia* fue la finalidad de animar el mercado bursátil la que motivó en 1966 un acuerdo entre el Ministerio de Finanzas y la Cámara Sindical de la Compañía de Agentes de Cambio regulando sólo las ofertas de compra que persiguieran el control. La OPA hecha por BSN a los accionistas de "Saint-Gobain" para permuta por obligaciones convertibles de la primera y la creación en 1967 de la "Commission des Operations en Bourse" determinaron la nueva Reglamentación de 1970, modificada en 1978. Desde 1973 el control ha de adquirirse obligatoriamente mediante OPA o con el compromiso de adquirir todas las acciones en las mismas condiciones; y se permite la OPA con tal de que el oferente obtenga el 15% del capital de la sociedad afectada (después de 1978, basta el 10 y hasta el 5%: "OPA de placement"). En 1978 se crea un Comité de Vigilancia de las OPA y la necesidad de examinar si conducen a concentración de empresas regulada en la Ley de 19 julio 1977 o requieren autorización administrativa por constituir inversión extranjera.

En *Bélgica*, las OPA están sometidas al control de la Comisión Bancaria, con una asimilación algo extraña a las "solicitudes públicas de ahorro" en el art. 22-2 de la Ley de 10 de junio de 1964, y no tienen el carácter de operación bursátil, aunque las autoridades de la Bolsa deberán procurar el buen funcionamiento de ésta durante la OPA. En *Holanda*, la OPA está regulada por las Reglas del Consejo Económico y Social de 21 de noviembre de 1975 que obligan a informar al Ministerio de Finanzas y a los administradores de la sociedad afectada y a las organizaciones sindicales de sus trabajadores reuniéndose con éstas para examinar las consecuencias de la OPA sobre las empresas. En *Italia*, co-

mo consecuencia de la escandalosa OPA dirigida a los accionistas de "Bastogi" el Comité Directivo de los Agentes de Cambio y Bolsa de Milán promulgó un Código de buena conducta. De manera algo anormal el art. 18-1 de la Ley de 7 junio 1974, al convertir un Decreto Ley que no contemplaba las OPA, obliga a comunicarlas a la CONSOB, bajo sanción de multa. Diversos proyectos de ley intentan dar una mayor intervención pública.

En el ámbito de la CEE el Proyecto preliminar de Directriz de armonización legislativa sobre las OPA, atribuido a Pennington (junto con su Informe previo) consta de 25 artículos y se inspira en el Código de la City de 1972.

Por último, en los *Estados Unidos*, la Williams Act de 29 julio de 1968, modificada el 22 diciembre 1980, completada por las disposiciones de la SEC, exige una adecuada información e impide presiones en la aceptación irreflexiva, con el mantenimiento riguroso del principio de igualdad (pág. 184). Existen además leyes en muchos de los Estados, aunque declaradas inconstitucionales por ir contra la citada Ley Federal (pág. 186), y las disposiciones de las Bolsas.

El Capítulo III estudia el concepto, clases y naturaleza jurídica de la OPA y de los contratos celebrados como consecuencia de ella, materia que el autor considera más importante que cualquier otro aspecto de la OPA (pág. 187). De las *tres notas definitorias*, la publicidad, la generalidad y la finalidad de adquirir o reforzar el control, destaca como esencial la primera, que viene precisada en todas las legislaciones, siendo la generalidad consecuencia del principio de igualdad de trato. Lo esencial es que son realizadas fuera de las sesiones de Bolsa.

En punto a *clasificación por su finalidad*, se distinguen tres clases: de control, de reforzamiento del mismo y de adquisición de pequeños paquetes de acciones (pág. 205 ss.). En Inglaterra y Bélgica hasta 1976 se exigía que la OPA tuviese por finalidad la adquisición del control; en Italia y Francia se admiten con tal de que pretendan un 10% del capital; en otros países se permiten cualquiera que sea su finalidad, aunque se regulan sólo las que persiguen el control. *Según la contrapartida ofrecida*, se distingue según que sea de dinero o de compra; de títulos o permuta; o bien ambos, alternativa o conjuntamente. *Según la posición de los administradores de la sociedad afectada* se distingue entre OPA acordadas, sin oposición y con oposición.

La OPA simple es una verdadera oferta de contrato (pág. 223-225)

aunque a veces en la práctica se usa para que se hagan ofertas, apareciendo como “*invitatio ad offerendum*”; otras veces se presenta como OPA bajo condición de alcanzar un determinado número de títulos (pág. 230 ss), o de que se acepte respecto a un número mínimo de acciones, reservándose el oferente la facultad de adquirirlas aunque no se alcance dicho mínimo (pág. 223 ss); o con fijación de un número máximo de acciones, las suficientes para adquirir el control, y en caso de exceso en las aceptaciones se procederá a prorrateo (pág. 241); otras veces se ofrecen títulos a emitir, lo que obliga a estudiar la naturaleza del “contrato de emisión” de acciones y obligaciones, y, la naturaleza de la OPA que en tal caso aparece sometida a la “*conditio iuris*” de que la Junta General acuerde la ampliación de capital o emisión de obligaciones, lo que hace Zurita con gran minuciosidad (pág. 243 ss). Zurita estima que la OPA constituye una oferta *al público*, pues no se dirige a personas determinadas, de ahí que se considere válida la aceptación de cualquier accionista, aunque no haya recibido la circular (si se publica por esta vía y no en la prensa); es una oferta *irrevocable* y de *múltiples contratos* (pág. 258-262).

Como consecuencia de la OPA se perfeccionarán contratos de compraventa o permuta de acciones, las cuales tendrán o no el carácter de “*bursátiles*” según la noción de bursatilidad de que se parta (pag. 263 ss.) siendo su requisito esencial, en opinión de Zurita, que sigue a Sánchez Calero, que sean concertados por Agentes de Cambio y Bolsa y en calidad de comisionistas, al menos según el Derecho vigente, pues más correcto sería exigir que se realizaran en Bolsa y sobre valores de cotización oficial (como entiende Verdera). En cuanto a las ventas extrabursátiles, serán o no mercantiles atendiendo a los artículos 325 y 326 del C. de Comercio, aunque Zurita, dando fe de escuela una vez más, se una a la doctrina mercantilista que, erróneamente, ha atribuido carácter mercantil a la reventa sin ánimo de revender por parte del comprador, siempre que siga a una previa compra para revender, y que hoy ya no pueda afirmarse, ni mucho menos que sea “en general, toda la doctrina española” (pág. 268-269). Por último, las OPA se ejecutarán mediante operaciones al contado o, si están sometidas a la condición de aceptación por un número mínimo de accionistas, serán “operaciones condicionales” en el sentido del art. 76 C. de Co. es decir, en sentido propio y, por tanto, no operaciones a plazo, que siguen prohibidas por la Ley de 23 febrero de 1940 (pág. 269 y ss.).

El capítulo IV estudia el “*iter contractual de la OPA*” que plantea numerosos problemas jurídicos en cada una de sus fases. Así, cuando el oferente es una S.A., la capacidad de obrar de las sociedades en nuestro

Derecho (pág. 278 ss.), los límites que pone el objeto social a la adquisición de una participación de control, examinando el autor la doctrina con una notable inclinación a ampliar los actos incluidos en el objeto y la misma noción de “ampliación de operaciones sociales” frente a la de cambio de objeto (pág. 284-293).

En cuanto al *control inicial de la OPA por los organismos públicos* clasifica los siguientes sistemas: 1º) *El sistema de libertad absoluta*, donde no se impide la sorpresa ni la agresividad de la OPA, exigiendo sólo una detallada información al oferente, propio de los EEUU, para las OPA de compra, y de Canadá; 2º) *El sistema de libertad, con previa comunicación a los administradores de la sociedad afectada*, que intenta que los accionistas de ésta tomen la decisión con conocimiento de causa, bien en atención a la marcha de la sociedad (legislación de Australia y Nueva Zelanda) o del mercado de valores (Inglaterra) para lo cual los administradores de la afectada comunican el anuncio de la OPA a sus accionistas y al público en general cuando son acciones cotizadas en Bolsa. A este sistema pertenece el Proyecto preliminar de Directriz de la CEE. 3º) *El sistema de examen previo de la regularidad formal de la OPA*, propio de Bélgica y de las OP de canje en los EEUU, a cargo de la Comisión Bancaria y de la SEC, respectivamente; y en Italia, a cargo de la CONSOB, más el especial control previo establecido en la Bolsa de Milán. 4º) *Sistema de examen previo de la regularidad formal y de la conveniencia económica de la OPA*, propio de la legislación francesa, que el autor analiza en detalle por su proximidad a España (pág. 305-309), y de los Proyectos de Ley italianos. La Cámara Sindical de la Compañía de Agentes de Cambio en Francia valora el proyecto de OPA para informar al Ministerio de Finanzas, que la autoriza o no discrecionalmente, ejerciendo un verdadero derecho de veto, que ha sido valorado controvertidamente por la doctrina, pero que se justifica porque se le confía la defensa de los intereses generales de la economía, misión eminentemente política (Zurita, pág. 308) 5º) *Sistema holandés*, que se caracteriza porque, aun antes de formulada la OPA, se informa a los sindicatos de la sociedad oferente y de la afectada realizando reuniones con ellos, “son —dice el autor— unas normas de gran trascendencia” aunque no se le reconozca un derecho de oposición. Además, también debe comunicarse la OPA antes de su formulación al Ministerio de Finanzas, que puede pedir información sobre ella.

El autor extrae unas orientaciones para el Derecho español que en aquel momento no establecía ningún tipo de control sobre la OPA. Como consecuencia de ella junto a la cotización oficial del parquet se fija otro precio distinto entre oferente y destinatarios que distorsiona

aquella. Pero en muchos casos las Opa en España determinaban la suspensión de la cotización del valor en cuestión, precisamente lo que viene prohibido en todas las legislaciones. Además, la posibilidad que ofrece el art. 74 C. de co. de hacer ofertas sin que las formule un mediador oficial permite que la hagan personas insolventes, con perjuicio para el mercado de valores. Por ello piensa el autor que por lo menos hasta que el mercado se habitúe a este tipo de operaciones debe haber una intervención previa a la formulación de la OPA de valores de cotización oficial, similar a la francesa, a cargo de la Junta Sindical de la Bolsa correspondiente, si bien el examen debería ser meramente formal y no sobre la conveniencia del precio ofrecido. Esta intervención no sería necesaria en OPA sobre valores no cotizados; los cuales bastaría con que siguieran la normativa aplicada en general en protección del principio de igualdad de trato, información de los accionistas, comportamiento de los consejeros, etc. Disiente de Rodríguez Sastre en el sentido de que no considera necesaria la autorización del M. de Hacienda o de Economía, ya que la protección de los intereses nacionales corresponderá a los controles en materia de prácticas restrictivas de la competencia, inversiones extranjeras, etc., en atención al resultado: el cambio de control. Y tampoco considera necesaria la comunicación a los administradores ni a los trabajadores de la sociedad afectada por no tratarse de una operación de carácter corporativo, sino sólo realizada entre accionistas.

La publicidad de la oferta es punto de gran interés que unas veces se logra mediante circulares, si se conoce la dirección de los accionistas en las acciones nominativas, pero otras ha de lograrse a través de anuncios en el boletín de Cotización Oficial, o en la prensa, lo que es de aplicación a España. Otro aspecto importante es la necesidad de que la OPA esté vigente durante un plazo, sin poder ser revocada, y la legislación debe señalar el plazo necesario para una ponderada decisión (pág. 320-329). La aceptación de la OPA plantea también diversos problemas pues es necesario recoger las diversas aceptaciones y controlar el resultado final, lo que aconseja hacer de ella una "operación de Junta" de manera que aquella ante la que se presentara designara un Agente a quien debieran presentarse por los demás las aceptaciones de sus clientes. Por último, en este capítulo se estudian las diversas incidencias que pueden modificar las relaciones contractuales, como la mejora de la OPA por el mismo oferente (pág. 336 ss.) y la formulación de una OPA competidora (pag. 341 ss.) a la que se suelen exigir unos requisitos mínimos y que produce la nulidad (Francia) o bien la revocabilidad (Italia) de las aceptaciones de la anterior OPA y la facultad del autor de ésta de retirarla o mejorarla. Zurita entiende que los efectos legales establecidos en Francia e Italia sobre las anteriores aceptaciones están injustificados (pág.

346-347), lo que es cierto en buena dogmática jurídica pero hemos de reconocer que se establecen para lograr la máxima y, sobre todo, la igual retribución de los accionistas destinatarios.

Por último, es obligado estudiar el tratamiento de las consecuencias del cambio de control en las sociedades afectada y oferente (pág. 347-352). Vemos cómo en algunas normativas se concede *el derecho* a adquirir el resto de las acciones si se ha alcanzado determinado porcentaje (el 90% en Inglaterra) o bien la obligación de hacerlo (Código de Milán) y el correlativo de los accionistas que no aceptaron la oferta a hacerlo, para no quedar encerrados en la sociedad tras el cambio de control. Por el contrario, en Francia se obliga al oferente o bien a adquirir todas las acciones que se le ofrezcan durante 15 sesiones, o, caso de haber limitado el número máximo de ellas que desea adquirir, a una reducción proporcional entre todos los aceptantes anteriores; claro que con esta segunda solución quedarán accionistas externos que quieren desprenderse de sus títulos, por lo que hubiera sido mejor suprimir el derecho a limitar el número de acciones (pág. 350-351). Concluye el autor “la necesaria regulación de los grupos para nuestro país, en la que podría encuadrarse la OPA” (pág. 352).

El capítulo V está dedicado al tema de la información a los accionistas y al público en la OPA, que se presenta como una exigencia específica y fundamental que refuerza el generalizado deber de información que pesa sobre la sociedad anónima actual, sobre todo la que cotiza sus acciones en Bolsa o que acude al ahorro público. Todas las regulaciones de la OPA garantizan la información de los destinatarios para que puedan decidir con conocimiento de causa, a cargo tanto del oferente, en cuanto a sus datos jurídicos y económicos y planes futuros, como de los propis administradores de la sociedad afectada (pág. 358-367). El contenido de la información del oferente comprende tres bloques: identidad, recursos para cumplir la OPA y planes en relación con la sociedad afectada; relaciones entre las sociedades oferente y afectada, y entre sus consejeros; y datos sobre la sociedad afectada y sobre el precio de adquisición de sus títulos (pág. 367-383). Por su parte, los administradores de la afectada deben informar sobre las consecuencias que para ella puede tener la OPA.

El resto del capítulo estudia diversos problemas relacionados con el deber de información en la OPA, tales como destinatarios y publicidad, garantías y trascendencia contractual del deber de información y naturaleza jurídica del mismo, que no es contractual (pág. 414), con las responsabilidades civiles y penales por defecto de información. Las OPA

habidas en España han demostrado una tendencia a no informar sobre los planes futuros del oferente y a veces ni siquiera sobre su identidad; y tampoco la sociedad afectada ni sus administradores se han pronunciado sobre las circunstancias y consecuencias de la OPA, o lo han hecho de forma inexpresiva. Y después de repasar el régimen legal del derecho de información del accionista, y del deber de información de las sociedades cotizadas en Bolsa, concluye que la información que reciben los accionistas y el público inversos “no es demasiado amplia ni está a la altura de lo que se exige en otros países, y que además no existe ninguna norma que expresamente regule la información en materia de OPA” por lo que postula remediar esta situación y, entre tanto adoptar diversas cautelas (págs. 423-424).

El capítulo VI y último de la obra estudia la posición y responsabilidad de los administradores de las sociedades oferentes y afectada en relación con la OPA, añadiendo la perspectiva del Derecho de sociedades a la perspectiva contractual (Cap. IV) y a la perspectiva del mercado de valores (cap. V). Aquí los administradores pueden incurrir en responsabilidad por incumplimiento de sus obligaciones genéricas en el cargo (pág. 427 ss.) y, en especial, ante los diversos conflictos de interés en que puede situarlos la OPA, que el Derecho comparado regula con normas genéricas sobre el “insider trading” o negociación de valores por las personas que poseen información confidencial (pág. 435 y ss.), o bien con normas específicas sobre la OPA.

La prohibición del “insider trading” es extraordinariamente necesaria. En Derecho Comparado aparece con variedad de matices. En los *Estados Unidos*, donde una vez más aparece en primer plano el carácter fiduciario de la relación entre los administradores (“directors”) y altos empleados (“officers”) con su sociedad y los accionistas, reconociendo en el “Common law”, de modo que toda ventaja en la negociación de sus acciones deben aportarla a la sociedad, fue la Securities Exchange Act de 1934 la que reguló el deber de comunicar a la SEC y a la Bolsa las acciones poseídas por los “insiders” y la posibilidad de poder exigirles las plusvalías obtenidas en la negociación de acciones, considerando la jurisprudencia fraudulenta por presuntamente inmorales las transacciones con terceros, frente a los cuales los “insiders” aparecen en posición desigual. En *Inglaterra*, después de algunos titubeos, lo regula la Ley de sociedades de 1980, aunque sancionando sólo como delito el abuso de información confidencial; junto a ella tiene mayor importancia práctica la autorregulación, con el “Model Coder for Securities Transactions by Directors of Listed Companies” y el “City Code on Take-overs and Mergers” aunque existe la convicción de la propia City,

de que es necesario criminalizar el "insider trading". Frente a estas experiencias son también significativas, como polos opuestos, la de *Francia*, donde la Ley de 1970 impone severas sanciones penales, pero no protege con ello a las víctimas de estas conductas, al carecer de sanciones civiles; y la de *Alemania occidental*, donde las "Reglas de comportamiento" de 1970, autorreguladoras, tampoco han resultado satisfactorias. En el Derecho Comunitario se regula la materia en el "Código Europeo de Buena Conducta" y en los Proyectos de Estatuto de Sociedad Europea y Preliminar sobre la OPA. El problema requiere en *España* una urgente regulación, ya que los administradores no contraen ninguna responsabilidad por comprar o vender acciones de su sociedad, y, en relación con terceros, no soportan el deber de informar y resulta discutible que si se benefician en la operación incurran en enriquecimiento injusto, o que el tercero incurra en error o sea víctima de dolo; y porque, siendo los aumentos de capital la fuente principal de beneficios en nuestras sociedades, existe un problema de abuso en la información confidencial, que requiere una corrección, la cual no puede venir de una forma de carácter ético como la propuesta en el Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores (pág. 465-469).

En relación con la posición de los administradores de la sociedad afectada ante la OP, el autor repasa las posibles medidas encaminadas a evitar la formulación de la OPA (pág. 471 ss.) o para evitar el éxito de la ya formulada (pág. 473 ss.); aunque también pueden inclinarse por una actitud favorable a la OPA (pág. 477 ss.). El autor estudia el tratamiento de todas estas actitudes en el Derecho comparado (pags. 479-487) y la situación en el Derecho español vigente en 1980 (págs. 487-492). El capítulo concluye con el estudio de la responsabilidad de los administradores de la sociedad oferente, según aparece regulada en Derecho Comparado (pág. 492 y ss.) y en Derecho español a la sazón vigente, concluyendo que tampoco contenía soluciones adecuadas (pág. 497-498).

Con este bagaje de conocimientos sobre la rica casuística de las OPA, situadas en el quicio de la nueva disciplina en formación, el "Derecho de mercado de valores", a caballo entre el Derecho contractual general, bursátil y de Sociedades, el autor ha podido hacer una valoración del Real Decreto 1848/1980, regulador de la OPA en España, en los siguientes términos: 1º El R.D. sigue un método equivocado, al someter a su régimen la OPA sólo cuando persigue el objetivo de adquirir o incrementar el control (quedaría fuera, por ej. la que sólo aspirase a obtener el 24% del capital de una gran sociedad bancaria o financiera), cuando debía ser la misma formulación de una OPA, que generalmente se aparta del precio de cotización en Bolsa, la que determinara su aplica-

ción; e incluso deberían prohibirse las que no alcancen un determinado porcentaje mínimo, que es el que puede justificarlas. 2º) El RD no somete a obligación de realizar OPA “a posteriori” a quien ha adquirido el control de una sociedad, por contrato de cesión de control o por recogida de acciones, con lo que queda sin protección el interés de los accionistas a una igualdad de trato. 3º) Ordena la suspensión de la cotización de los valores afectados por la OPA, contradiciendo la finalidad de estas disposiciones de mantener la normalidad del mercado (“Rev. Der. Bancario y Bursátil”, nº 4, en especial, pág. 760). Conviene tener en cuenta estas observaciones del Profesor Zurita en orden a mejorar la regulación de las OPA contenida en el Real Decreto 1848/1980.