

CONSEJO EDITORIAL

RICARDO ALONSO GARCÍA
LUIS DíEZ-PICAZO
EDUARDO GARCÍA DE ENTERRÍA
JESÚS GONZÁLEZ PÉREZ
AURELIO MENÉNDEZ
ALFREDO MONTOYA MELGAR
GONZALO RODRÍGUEZ MOURULLO

FERNANDO VIVES RUIZ

LAS OPERACIONES DE
«PUBLIC TO PRIVATE»
EN EL DERECHO DE
OPAS ESPAÑOL

THOMSON

CIVITAS

Primera edición, 2008



El editor no se hace responsable de las opiniones recogidas, comentarios y manifestaciones vertidas por los autores. La presente obra recoge exclusivamente la opinión de su autor como manifestación de su derecho de libertad de expresión.

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, ni su préstamo, alquiler o cualquier otra forma de cesión de uso del ejemplar, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

Copyright © 2008, by Fernando Vives Ruiz

Editorial Aranzadi, SA
Camino de Galar, 15
31190 Cizur Menor (Navarra)

ISBN: 978-84-470-2949-5

Depósito Legal: NA 1538/2008

Printed in Spain. Impreso en España

Fotocomposición: Editorial Aranzadi, SA

Impresión: Rodona Industria Gráfica, SL

Polígono Agustinos, Calle A, Nave D-11
31013 - Pamplona

A mis padres

ÍNDICE

Nota introductoria	19
I. JUSTIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES DE EXCLUSIÓN DE COTIZACIÓN. UN ANÁLISIS ECONÓMICO ..	23
1. Introducción	23
2. Fundamento económico de las operaciones de <i>public to private</i>	26
2.1. <i>Costes asociados a la cotización en bolsa</i>	27
2.1.1. Costes directos	28
2.1.2. Costes indirectos	39
2.1.3. Importancia en la decisión de exclusión de los costes asociados a cotizar. Sumario	39
2.2. <i>Costes de agencia</i>	43
2.2.1. El coste de controlar la administración de la compañía	44
2.2.2. El realineamiento de incentivos e intereses	46
2.2.3. Hipótesis de flujo de caja libre	47
2.3. <i>Hipótesis de la infravaloración de las acciones de la sociedad afectada en el mercado</i>	48
2.4. <i>La hipótesis de la transferencia de riqueza</i>	51
2.5. <i>Defensa anti-OPA</i>	52
2.6. <i>Incentivos fiscales</i>	54
3. Conclusiones	56
II. LA EJECUCIÓN DE UNA OPERACIÓN DE <i>PUBLIC TO PRIVATE</i>	59
1. Planteamiento	59
2. Fase anterior a la presentación de la oferta	63
3. Fase de anuncio y solicitud de presentación de la oferta	64
4. Fase posterior a la liquidación de la oferta	65
5. Ámbito de este trabajo	66

III. FASE PREVIA: DUE DILIGENCE Y ACUERDOS PREVIOS	67
1. Planteamiento	67
2. Regulación en derecho comparado	70
3. Regulación en España. Antecedentes	71
4. Normativa vigente. Real Decreto 1066/2007	76
5. Órgano de la sociedad objetivo que deberá decidir sobre la información a facilitar a un oferente o potencial oferente ...	82
6. Régimen de actuación del órgano de administración de la sociedad objetivo en la toma de decisiones sobre las solicitudes de información que reciba	85
6.1. <i>Conflictos entre accionistas y ejecutivos</i>	88
6.1.1. <i>Ámbito Subjetivo: el equipo directivo</i>	89
6.1.2. <i>El deber de lealtad como mecanismo de protección frente a los conflictos de intereses</i>	92
A) <i>Antecedentes del régimen jurídico español en relación con los conflictos de intereses</i>	93
B) <i>Los deberes de los administradores tras la reforma del año 2003</i>	96
C) <i>Alcance del deber de lealtad</i>	99
D) <i>Consecuencias del incumplimiento</i>	101
6.2. <i>Conflicto de intereses entre accionistas y consejeros dominicales</i>	103
6.3. <i>Conflictos de intereses entre el accionista oferente y los restantes</i>	104
7. Mecanismos de protección en el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. El deber de pasividad	105
7.1. <i>Regulación en el Reino Unido</i>	105
7.2. <i>La normativa española de OPAs</i>	107
8. Personas legitimadas para solicitar la información	111
9. Momento en que la información debe ser solicitada	113
10. Naturaleza de la información a facilitar	114
10.1. <i>Información solicitada por el oferente</i>	114
10.2. <i>Información «necesaria para la formulación de la oferta»</i>	116
10.3. <i>La información sólo debe ser utilizada para formular una oferta</i>	116

10.4. <i>Criterios a seguir por el consejo de administración de la sociedad afectada en relación con las solicitudes de información</i>	118
11. Protección de la información facilitada	119
11.1. <i>El tratamiento y las obligaciones en relación con la información facilitada</i>	119
11.2. <i>Obligaciones adicionales que resultan frecuentes</i>	120
12. Obligaciones de la sociedad oferente y de la sociedad objetivo en relación con la información	121
12.1. <i>Obligaciones legales de la sociedad afectada</i>	121
12.2. <i>Obligaciones legales del oferente o potencial oferente..</i>	123
IV. FASE PREVIA. OTROS ACUERDOS CON LA SOCIEDAD AFECTADA	127
1. La cláusula de compensación de gastos	127
1.1. <i>Antecedentes y consideraciones previas</i>	127
1.1.1. <i>Fundamentación económica del compromiso de compensación de gastos</i>	128
1.1.2. <i>Validez jurídica del compromiso de compensación de gastos en vigencia de la normativa reguladora de las OPAs derogada</i>	130
1.2. <i>La cláusula de compensación de gastos. Su compatibilidad con la restante normativa mercantil</i>	132
1.2.1. <i>Compromiso de compensación de gastos y asistencia financiera</i>	133
1.2.2. <i>Compromiso de compensación de gastos e interés social</i>	137
1.2.3. <i>Compromiso de compensación de gastos y deberes de los administradores</i>	142
1.2.4. <i>Conclusión</i>	144
1.3. <i>Régimen vigente. Artículo 42.4 del Real Decreto 1066/2007</i>	145
1.3.1. <i>Sujetos legitimados</i>	145
1.3.2. <i>Objeto del acuerdo</i>	146
1.3.3. <i>Forma del acuerdo</i>	147
2. Contenido de otros posibles acuerdos entre el oferente y la sociedad afectada	147
2.1. <i>Acuerdos que afectan individualmente a los miembros del órgano de administración o la dirección de la sociedad</i>	148

2.2. Acuerdos en relación con la gestión y administración de la sociedad afectada durante el período comprendido entre el acuerdo y la liquidación de oferta	149
2.3. Acuerdos en relación con el procedo de ofertas	150
2.4. Acuerdos en relación con los planes del oferente sobre la sociedad afectada para el supuesto del éxito de la oferta	152
2.5. Acuerdos relativos al propio pacto alcanzado, como los relativos, por ejemplo, a su carácter confidencial	153
3. Información sobre los acuerdos del oferente con la sociedad afectada	153
3.1. <i>Ámbito subjetivo</i>	153
3.2. <i>Ámbito objetivo</i>	154
V. FASE PREVIA. ACUERDOS CON ACCIONISTAS SIGNIFICATIVOS O DE CONTROL	157
1. Planteamientos y precedentes	157
2. Distintas modalidades de compromisos	158
3. Régimen jurídico vigente	159
3.1. <i>Sobre los deberes fiduciarios de los accionistas significativos</i>	161
3.2. <i>Sobre las obligaciones de actuación de los administradores en relación con la decisión de suscribir el acuerdo</i>	163
3.3. <i>Sobre la actuación de los consejeros dominicales de la sociedad objetivo designados por el accionista, en relación con el informe sobre la oferta</i>	164
3.3.1. Cumplimiento del deber de diligencia	165
3.3.2. Cumplimiento del deber de fidelidad y lealtad ..	165
4. Posibles contenidos del acuerdo	167
5. Obligaciones de información sobre el acuerdo	168
VI. MODALIDADES DE OPA EN EL MARCO DE UNA OPERACIÓN DE PUBLIC TO PRIVATE. LA OPA OBLIGATORIA	171
1. Planteamiento	171
2. Antecedentes normativos	173
3. Régimen vigente de las OPAs. <i>Ámbito de aplicación subjetivo. Modalidades y principales características</i>	175
3.1. <i>Ámbito de aplicación subjetivo</i>	175

3.2. <i>Características de las OPA obligatoria</i>	179
3.3. <i>Modalidades de OPA obligatoria</i>	181
4. La toma de control	182
4.1. <i>Consideraciones previas. Los conceptos de adquisición y control</i>	182
4.2. <i>Control por toma de participación</i>	184
4.3. <i>Control por designación de consejeros</i>	188
5. El procedimiento de toma de control: adquisición directa ..	195
5.1. <i>Consideraciones previas</i>	195
5.2. <i>La adquisición de acciones u otros valores</i>	195
5.3. <i>Actuación concertada y pactos parasociales</i>	197
6. El procedimiento de toma de control: adquisición indirecta o sobrevenida	200
6.1. <i>Tomas de control indirectas</i>	202
6.2. <i>Reducción de capital</i>	205
6.3. <i>Canje o conversión de valores</i>	206
6.4. <i>Variaciones en la autocartera</i>	207
6.5. <i>Adquisición de acciones en caso de ejecución de un contrato de aseguramiento</i>	209
7. Cómputo de los derechos de voto	210
7.1. <i>Porcentaje de votos atribuido a una misma persona</i> ..	210
7.2. <i>Derechos de voto computables</i>	217
7.2.1. <i>Derechos de voto procedentes de la titularidad dominical de las acciones</i>	217
7.2.2. <i>Derechos de voto que se disfruten en concepto de usufructo o prenda</i>	220
7.3. <i>Número total de derechos de voto de referencia</i>	220
8. Exclusiones a la obligación de formular OPA	221
8.1. <i>Supuestos de exclusión por razones de interés general.</i>	222
8.1.1. <i>Adquisiciones por determinados organismos</i> ..	222
8.1.2. <i>Adquisiciones en supuestos de expropiación forzosa</i>	223
8.1.3. <i>Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones</i>	223
8.2. <i>Supuestos de exclusión como consecuencia de la coordinación entre distintos regímenes</i>	224
8.2.1. <i>Coordinación entre el régimen de las OPAs obligatorias y voluntarias</i>	224

8.2.2. No se ha mantenido la exclusión por control conjunto	225
8.3. <i>Supuestos de exclusión por no ser necesaria la protección de los intereses que la OPA garantiza</i>	226
8.4. <i>Fusión de sociedades</i>	227
9. Precio equitativo	228
9.1. <i>¿Qué es el precio equitativo?</i>	228
9.2. <i>Criterios para la determinación del precio equitativo.</i> ..	229
9.3. <i>Facultades de la CNMV en relación con la determinación del precio equitativo</i>	231
9.3.1. <i>Facultades de aprobación</i>	231
9.3.2. <i>Facultades de revisión</i>	231
9.3.3. <i>Facultades informativas</i>	233
10. Irrevocabilidad y condiciones de la oferta	234
10.1. <i>Irrevocabilidad de la oferta</i>	234
10.2. <i>Condiciones de la oferta</i>	235
10.2.1. <i>Autorizaciones de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia</i>	236
10.2.2. <i>Autorizaciones de otras autoridades competentes</i>	239
VII. MODALIDADES DE OPA EN EL MARCO DE UNA OPERACIÓN DE PUBLIC TO PRIVATE. LA OPA VOLUNTARIA	243
1. Planteamiento	243
2. Régimen jurídico de las ofertas de adquisición voluntarias ..	246
2.1. <i>Sujeto</i>	246
2.2. <i>Objeto</i>	248
2.3. <i>Precio</i>	249
3. Condiciones de la oferta	249
3.1. <i>Antecedentes</i>	249
3.2. <i>Régimen vigente</i>	252
4. Ofertas que admiten el sometimiento de su eficacia al acuerdo de emisión de valores por la sociedad oferente	256
4.1. <i>Planteamiento</i>	256
4.2. <i>Procedimiento</i>	257
5. Condiciones a que se puede someter la eficacia de las ofertas voluntarias	259
5.1. <i>Planteamiento</i>	259

5.2. <i>Análisis de las condiciones admisibles en las OPAs voluntarias</i>	260
5.2.1. <i>Aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la junta de la sociedad afectada</i>	260
5.2.2. <i>Aceptación de la oferta por un determinado número de valores de la sociedad afectada</i>	262
5.2.3. <i>Aprobación de la oferta por la junta general de accionistas de la sociedad oferente</i>	264
5.2.4. <i>Cualquiera que sea considerada conforme a derecho por la CNMV</i>	266
VIII. MODALIDADES DE OPA EN EL MARCO DE UNA OPERACIÓN DE PUBLIC TO PRIVATE. LA OPA POR EXCLUSIÓN	269
1. Planteamiento y régimen derogado	269
2. Régimen vigente	273
3. Exclusión promovida por la propia sociedad	276
3.1. <i>Con formulación de una OPA por exclusión por la propia sociedad</i>	276
3.1.1. <i>Sujeto</i>	276
3.1.2. <i>Objeto</i>	280
3.1.3. <i>Contraprestación de la oferta</i>	282
3.1.4. <i>Precio de la oferta</i>	283
3.1.5. <i>Exclusión de negociación</i>	285
3.2. <i>Supuestos asimilables que requieren OPA por exclusión: Operaciones societarias en virtud de las que los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada</i>	286
3.3. <i>Supuestos exentos de la obligación de formular una OPA de exclusión</i>	287
3.3.1. <i>Cuando todos los titulares de valores afectados lo acuerden por unanimidad</i>	287
3.3.2. <i>Cuando se acuerde la absorción de la sociedad por otra sociedad cotizada</i>	288
3.3.3. <i>Cuando se acuerde por la junta general de accionistas y, en su caso, por la asamblea general de obligacionistas de la sociedad emisora un procedimiento que, a juicio de la CNMV, sea equivalente</i>	289

4. Exclusión promovida por un tercero	291
4.1. <i>Mediante la formulación de una OPA de exclusión ex artículo 10 del Real Decreto 1066/2007</i>	291
4.1.1. Acuerdo previo con la sociedad emisora	291
4.1.2. Régimen jurídico de la oferta	292
4.2. <i>Exclusión sin obligación de OPA de exclusión tras una OPA voluntaria u obligatoria</i>	293
4.2.1. Exclusión posterior a una OPA tras la que se den los requisitos exigidos para las compraventas forzosas	293
4.2.2. Exclusión posterior a una OPA en la que el oferente hubiera manifestado su intención de excluir de negociación las acciones de la sociedad afectada	294
IX. ACTUACIÓN DEL OFERENTE DURANTE LA OFERTA Y RÉGIMEN DE OPAS COMPETIDORAS	297
1. Introducción	297
2. Modificación de las características de las ofertas	297
2.1. <i>Modificaciones admitidas</i>	297
2.2. <i>Requisitos de procedimiento en caso de modificación de las características de la oferta</i>	301
3. Limitaciones a la actuación del oferente	303
3.1. <i>Entre el anuncio público de la oferta y su presentación.</i>	303
3.2. <i>Entre el anuncio público de la oferta obligatoria a que se refiere el artículo 16.2 del Real Decreto 1066/2007 y su autorización por la CNMV</i>	303
3.3. <i>Entre el anuncio público de la oferta y la publicación de su resultado</i>	304
3.3.1. Transmisión de valores	304
3.3.2. Adquisición de valores	304
3.3.3. Procedimiento	306
3.4. <i>Entre la finalización del plazo para la presentación de ofertas competidoras y la finalización del plazo de aceptación</i>	307
3.4.1. Anuncio de OPA sucesiva	307
3.4.2. Otras conductas	310
3.5. <i>Restricciones a la actuación del oferente en caso de resultado negativo de su oferta</i>	310

3.5.1. Devolución de los documentos presentados por los aceptantes	311
3.5.2. Prohibición de promover otra oferta en seis meses	312
4. Desistimiento y cese de efectos de la oferta	312
4.1. <i>Los casos de desistimiento propiamente dicho</i>	313
4.1.1. Autorización de una oferta competidora	313
4.1.2. La decisión de la junta general de accionistas de la sociedad oferente sobre la emisión de acciones con las que hacer frente a la oferta en canje. ¿Es un supuesto de desistimiento?	314
4.1.3. Concurrencia de circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad del oferente, que impidan la oferta o cuya inviabilidad resulta manifiesta, siempre que se obtenga la previa conformidad de la CNMV	316
4.1.4. Cuando la junta general de accionistas adopte alguna decisión o acuerdo que, a juicio del oferente, le impida mantener su oferta	316
4.2. <i>Incumplimiento de condiciones. Supuestos previstos</i> ..	317
4.2.1. Ofertas obligatorias	317
4.2.2. Ofertas voluntarias	318
4.3. <i>Procedimiento y efectos sobre las aceptaciones</i>	319
4.3.1. Procedimiento	319
4.3.2. Efecto sobre las aceptaciones	320
5. Ofertas competidoras	320
5.1. <i>Antecedentes</i>	320
5.2. <i>Régimen de ofertas competidoras. Normativa comunitaria y fundamentación</i>	324
5.3. <i>Concepto de OPA competidora</i>	326
5.4. <i>Plazo de presentación, objeto, extensión y plazo de aceptación de la oferta competidora</i>	327
5.4.1. Plazo de presentación	327
5.4.2. Objeto	329
5.4.3. Extensión y contraprestación	329
5.4.4. Plazo de aceptación	330
5.5. <i>Autorización de la oferta competidora. Efectos</i>	331
5.6. <i>Procedimiento de subasta en sobre cerrado</i>	332
5.6.1. Antecedentes	332
5.6.2. Normativa vigente	333

X. ACTUACIONES POSTERIORES. LAS COMPRAVENTAS FORZOSAS	335
1. Planteamiento	335
2. Justificación económica de una regulación para las compraventas forzosas	336
2.1. <i>Costes para el oferente de la permanencia de accionistas minoritarios</i>	336
2.2. <i>Costes para los accionistas minoritarios</i>	337
2.3. <i>Interferencias en el mercado de control corporativo</i> ..	338
3. El derecho constitucional a la propiedad privada	340
4. Origen normativo	341
4.1. <i>Reconocimiento por los Estados del derecho de compraventa forzosa con anterioridad a la aprobación de la Directiva de OPAs</i>	342
4.2. <i>Los precedentes en derecho español</i>	343
5. Precedentes en derecho español	346
6. Régimen vigente	349
6.1. <i>Términos de las compraventas forzosas</i>	349
6.1.1. <i>Condiciones</i>	349
6.1.2. <i>Objeto</i>	350
6.1.3. <i>Precio</i>	350
6.1.4. <i>Contraprestación</i>	350
6.2. <i>Procedimiento</i>	351
Bibliografía	353

NOTA INTRODUCTORIA

Quiero empezar estas breves líneas introductorias citando las palabras que D. Joaquín GARRIGUES pronunció hace más de cincuenta años:

«Nuestros despachos de ahora van alejándose de aquella estampa de los despachos de antaño, van dejando de ser “estudios” para convertirse en “agencias”, donde los libros desaparecen para dejar sitio a los teléfonos, a los dictáfonos, a las cintas magnetofónicas y a otros artefactos horriblos que nos incitan a hablar antes que a estudiar, al grito antes que al silencio. Libreme Dios de querer usar esta palabra de “agencia” en sentido despectivo. Agencia viene de agere, que significa obrar, actuar, moverse. Mas el agere, es obrar, es lo contrario de estar quieto, del quietud, del sedere, que son, cabalmente, las condiciones indispensables para el estudio. Nuestra profesión era sedentaria, hoy es corredora. Se va convirtiendo en una profesión para la que apenas se necesita saber Derecho¹».

Ésta es, quizás, la razón última que me ha movido a realizar este trabajo. Como a Don Joaquín, a mí me parece esencial para los abogados el estudio del derecho, aun en unos tiempos en los que los teléfonos se han convertido en móviles, las cintas magnetofónicas y los dictáfonos en ordenadores y los libros corren serio riesgo de ser devorados por Internet. Ciertamente es que el conocimiento del derecho no es condición suficiente para ser un buen abogado pero también lo es que sin él, el abogado no pasa de ser un mero gestor. Este trabajo pretende ser, por ello, una modesta contribución al estudio del derecho vivo.

A los que nos dedicamos al derecho mercantil, las operaciones de *public to private* y el derecho de OPAs nos han ocupado intensamente en

¹ Parte de la Introducción del Discurso de entrada de D. Joaquín GARRIGUES en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, el 12 de enero de 1955 y que dedicó a los «Negocios financieros en el derecho mercantil». Citado por el profesor D. Luis Díez PICAZO en *Memoria de Pleitos*, Ed. Civitas, 2005, p. 122.

los últimos años y, a buen seguro, lo hará en el futuro. Las condiciones de los mercados financieros, en las fechas en las que escribo estas líneas, parecen dar la razón, por fin –pensarán algunos– a los profetas que, hace ya algunos años, anunciaron el eclipse definitivo de los *buyouts*. Creo, sin embargo, que sólo se trata de una fase del ciclo que, una vez superada, dará lugar a nuevas modalidades de estas operaciones, probablemente con un diseño distinto, pero que participarán de la misma razón de ser: la sustitución de la bolsa como instrumento de financiación de determinadas empresas en momentos singulares de su desarrollo.

En cuanto a la normativa de OPAs, su aún reciente modificación en España, resultado de la transposición de la tantas veces anunciada y tantos años esperada, Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, me da la oportunidad de estudiarla en alguno de sus aspectos más relevantes y novedosos.

En efecto, el propósito de esta obra es el estudio de las operaciones de *public to private* en el derecho de OPAs y, por ello, he dirigido el análisis al estudio de la estructura de las operaciones y a su tratamiento jurídico-positivo en derecho español.

He dedicado el Capítulo I al fundamento económico de este tipo de operaciones, con especial énfasis en la doctrina anglosajona que lo ha analizado con profusión y detalle. Entiendo que este análisis económico permite enmarcar con mayor rigor y entender mejor el régimen jurídico que les es de aplicación.

El Capítulo II distingue las distintas fases que estas operaciones tienen en la práctica: estudio, diseño, presentación de la OPA y liquidación de la oferta.

En el Capítulo III se analizan las implicaciones jurídicas de la fase previa a la presentación de la oferta pública. Entre ellas, destacan los acuerdos previos entre el oferente y la sociedad afectada en relación con el acceso del oferente a información de la sociedad. La nueva regulación sobre igualdad informativa entre oferentes y la restante normativa societaria que afecta a esta operativa son objeto de un análisis detallado con referencias a los precedentes en el mercado español, tanto en vigencia de la normativa derogada como de la actual.

El Capítulo IV desarrolla la nueva regulación de la cláusula de compensación de gastos que el primer oferente puede acordar con la sociedad afectada, así como otros posibles contenidos de dichos acuerdos. Al estudio de los posibles acuerdos con accionistas significativos y de control de la sociedad afectada se dedica, por su parte, el Capítulo V.

Los Capítulos VI al VII analizan las diferentes alternativas que abre la nueva regulación para estructurar estas operaciones. La Ley 6/2007 y el Real Decreto 1066/2007 han modificado radicalmente el régimen español de las ofertas públicas de adquisición de valores. Dicho nuevo régimen distingue claramente dos tipos de OPAs: las obligatorias y las voluntarias, a las que hay que añadir las ofertas por exclusión de cotización y por adquisición de acciones propias para su amortización. Además, su regulación da lugar a diversas posibilidades de ejecución que dan al nuevo régimen un especial interés en relación con las operaciones de *public to private*.

En efecto, estas operaciones pueden realizarse a partir de una OPA voluntaria u obligatoria por toma de control y requerir, finalmente y en determinadas circunstancias, de la presentación de una nueva OPA, en este caso por exclusión. Todo ello obliga a analizar cada una de dichas figuras a la luz del nuevo régimen legal así como las reglas de coordinación normativa entre ellas.

En un estudio que versa sobre el régimen legal de OPAs desde la perspectiva del oferente, es imprescindible analizar el régimen de las OPAs competidoras. A ello dedico el Capítulo IX.

Finalmente, la introducción del régimen de *squeeze-out* en el derecho español tiene especial importancia para las operaciones de *public to private*. Su ejercicio permitirá al oferente ser, tras la OPA, titular de la totalidad de los valores representativos del capital social de la sociedad afectada y, con ello, a diseñar y ejecutar con mayor flexibilidad su reestructuración. Ambas cosas le permitirán maximizar la rentabilidad de la operación y elevar el precio de la oferta.

No debo terminar esta NOTA INTRODUCTORIA sin una disculpa y la expresión de mi agradecimiento.

En cuanto a la disculpa, me parece imprescindible justificar el título de este trabajo. Reconozco mi fracaso en encontrar un sinónimo en derecho español que pudiera sustituir eficazmente la expresión anglosajona *public to private*, con toda la gama de matices que ésta encierra. Esta expresión no quiere decir, como inicialmente pudiera parecer, exclusión, ni OPA por exclusión, sino, al menos en el sentido en que la utilizo en este trabajo: toma de control de una sociedad cotizada por una entidad, no cotizada ni controlada por otra sociedad cotizada, con el propósito de excluir de cotización las acciones de la primera. Espero la indulgencia de los lectores ante el uso del anglicismo, dada la complejidad del concepto.

Finalmente quiero expresar mi agradecimiento a los profesores de ICADE, D. Abel Veiga Copo, D. Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez, D^a María Luisa Aparicio González, D^a Rosa de Couto Gálvez y D. Antonio Fernández de Buján Fernández, compañeros de claustro y a quienes, en uno u otro momento, les ha tocado juzgar este trabajo, por su indulgencia y sus valiosas recomendaciones; a D. Alberto de Martín Muñoz, director del departamento de derecho mercantil de ICADE por su apoyo y sus siempre útiles comentarios. Por último quiero extender este agradecimiento a todos mis compañeros de Garrigues y, en especial, a los miembros de su Departamento de Derecho Mercantil del que tengo el privilegio de formar parte, por lo que han contribuido, con el trabajo diario que hemos desarrollado juntos, a enriquecer esta obra.

No por obvio menos necesario es decir que los errores que este trabajo contenga son exclusivamente imputables a su autor.

JUSTIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES DE EXCLUSIÓN DE COTIZACIÓN. UN ANÁLISIS ECONÓMICO

1. Introducción

Una «*public to private transaction*»¹ es aquella operación por la que una sociedad cuyas acciones son negociadas en un mercado organizado (bolsa de valores) es excluida de cotización. Para ello, normalmente, se producirá previamente un cambio en la composición del accionariado de la sociedad cotizada y serán, precisamente, sus nuevos accionistas los que promoverán la exclusión.

La necesidad, existente en muchas de estas operaciones, de que la exclusión vaya precedida por la adquisición de todo o parte del capital social de la sociedad cotizada y, por tanto, por la utilización de una fuente de financiación alternativa a la bolsa, motiva que estas operaciones sean frecuentemente protagonizadas por entidades de capital riesgo² o por los administradores o directivos de la propia sociedad adquirida que promue-

¹ La expresión anglosajona «*public to private*» es sinónimo de «*going private*» o «PTP» y, a los efectos de este trabajo, se traducirá como «exclusión de cotización», pese a que su significado en lengua inglesa es más amplio e incluye no sólo la exclusión de bolsa en sentido estricto, sino también toda operación consistente en la adquisición de una sociedad cotizada por sus accionistas, gestores o un tercero que promueven su exclusión de cotización. Cuando en este trabajo me refiera a «exclusión de negociación» o «exclusión de cotización» lo haré, con carácter general, en referencia a ese concepto más amplio.

² Se trata de operaciones de *leveraged buy-out* (LBO) en las que la adquisición se financia en su mayor parte «mediante la obtención de recursos financieros ajenos, que van a estar garantizados por los flujos de caja futuros y por los activos de la empresa objeto de adquisición». J. MASCAREÑAS, *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Ed. McGraw-Hill, 2005, pg. 178.

ven la operación y la ejecutan conjuntamente con dichas entidades de capital riesgo³.

La frecuencia con la que las operaciones de *public to private* son realizadas con la intervención de una entidad de capital riesgo ha motivado que, en ocasiones, la doctrina, tomando la parte por el todo, las haya identificado con operaciones de *leveraged buy-out* (LBO) o *management buy-out* (MBO) y que hayan sido objeto de especial atención por los estudiosos del fenómeno del capital riesgo. La *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA)⁴ define este tipo de operaciones como: «*A transaction involving an offer for the entire share capital of a listed target company by a new company -Newco- and the subsequent re-registration of that listed target company as a private company. The shareholders of Newco usually comprise members of the target company's management and private equity providers. Additional financing for the offer is normally provided by other debt providers*».

Se trata, sin embargo, de una definición que relaciona directamente operaciones de capital riesgo con operaciones de exclusión de bolsa, lo que resulta lógico dada la naturaleza y objetivos de la EVCA, pero no se corresponde, en todos los casos, con la realidad de estas operaciones. En efecto, ni toda operación de *public to private* está dirigida ni promovida por una entidad de capital riesgo, aun siendo muy frecuente, ni en todo LBO o MBO, la sociedad objetivo es una sociedad cotizada⁵.

³ En este caso se habla de *management buy-out* (MBO): «*La institución compradora que lanza el LBO -los promotores- suele estar formada por un grupo de inversores, que en algunos casos, podrán ser los mismos directivos de la empresa a adquirir, en cuyo caso nos encontramos ante lo que se denomina una compra por la gerencia o, más comúnmente, un management buyout (MBO, o también LMBO)*»; J. MASCAREÑAS, *Fusiones...*, op. cit., pg. 185.

⁴ La EVCA fue constituida en 1983 y tiene su sede en Bruselas. Cuenta con, aproximadamente, 1.150 miembros en Europa y entre sus objetivos está «*representing the interests of the industry to regulators and standard setters; developing professional standards; providing industry research; professional development and forums; facilitating interactions between its members and key industry participants including institutional investors, entrepreneurs, policy makers and academics*» (www.evca.com).

⁵ De las operaciones de exclusión de cotización precedidas por una toma de control realizadas en los últimos años en el mercado español han sido operaciones de LBO o MBO, las de PARQUES REUNIDOS, AMADEUS, RECOLETOS, CORTEFIEL o TELEPIZZA, etc. Por el contrario, han sido promovidas por otras sociedades, generalmente cotizadas, entre otras, las de BANCO ZARAGOZANO, TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INFORMACIÓN, ALDEASA, o ALTADIS.

Por otro lado, en las operaciones en que una sociedad cotizada toma el control de otra también cotizada y promueve su exclusión de negociación, no estaremos, en rigor, ante una operación de *public to private*. Esta circunstancia se dará, por ejemplo, cuando la operación se instrumenta mediante un canje de valores o una fusión en que los accionistas de la sociedad «objetivo» (la afectada por la oferta) reciben en contraprestación acciones admitidas a negociación de la sociedad oferente o de otra sociedad de su grupo.

En cualquier caso, la definición propuesta por la EVCA resulta útil para identificar las distintas fases y elementos de una típica operación de exclusión:

(i) Análisis de la sociedad objetivo. Esta fase tendrá por objeto: (i) la identificación de las ventajas de índole económica de la operación y de sus eventuales sinergias, (ii) el análisis jurídico y financiero de la sociedad objetivo y (iii) la valoración de la misma.

(ii) Estructuración de la operación. En esta fase, los distintos promotores de la operación deberán alcanzar los acuerdos correspondientes entre ellos y, en su caso, con los accionistas y/o administradores de la sociedad objetivo; constituir, cuando sea necesario, la sociedad adquirente (denominada habitualmente en la práctica internacional *Newco*, *SPV -special purposes vehicle-*, *SPC -special purposes company-*, *HoldCo -holding company-*, *Bidco -bidder company-*, etc.); acordar los términos de la financiación con los distintos financiadores de la operación; preparar todos los aspectos de la oferta pública de adquisición; y elaborar los documentos jurídicos necesarios.

(iii) Formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de la sociedad afectada.

(iv) Adquisición del control de la sociedad objetivo o consolidación del control que, en su caso, ya se tenía.

(v) Exclusión de cotización, bien mediante una nueva oferta o mediante los restantes mecanismos previstos en la normativa aplicable, a los que haré detallada referencia más adelante.

En este trabajo, intentaré abordar las principales cuestiones jurídicas propias de una operación de *public to private* o de exclusión de cotización. Sin embargo, parece imprescindible comenzar por analizar los fundamentos económicos de estas operaciones lo que servirá, sin duda, para el mejor entendimiento de las instituciones jurídicas que les resultan de aplicación.

2. Fundamento económico de las operaciones de *public to private*

El fundamento económico común a toda operación de reestructuración empresarial, tomada en un sentido amplio, es la posibilidad de generar valor en estos procesos. De dicha posibilidad de generación de valor se podrán beneficiar los accionistas vendedores (en forma de la prima de control que el comprador pagará por sus acciones) y los compradores (en forma de rendimiento de su inversión) o ambos (en distintas posibles proporciones) y, en el caso concreto de las operaciones de *public to private*, será el resultado de una ecuación en la que se deberán comparar los beneficios asociados a que una sociedad deje de cotizar con los inconvenientes, en cada caso, de dejar de hacerlo⁶.

La literatura, especialmente la norteamericana, ha sido prolija en el análisis de las ventajas de no cotizar, en especial a raíz de la entrada en vigor de la *Sarbanes-Oxley Act*⁷. Dicho movimiento no se limita, sin em-

⁶ H. SMIT y W. DE MAESENEIRE, *The role of investor capabilities in public-to-private transactions*, enero 2005, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=597601>. En dicho trabajo, los autores afirman lo siguiente: «PTPs occur when they generate economic value». Este valor es analizado por S. KAPLAN, *The effects of management buy-outs on operating performance and value*, *Journal of Financial Economics*, 24, 1989 a, pgs. 217-254, que estudió las primas pagadas a los accionistas vendedores en las operaciones *public to private* en las décadas de 1970 y 1980 y concluyó que se situaron entre un 30 y un 50% del precio de mercado anterior al anuncio del *buy-out* mientras que el incremento de valor en el período comprendido entre los dos meses anteriores al *buy-out* y la desinversión ascendió a un 96% en las operaciones realizadas en el período señalado.

⁷ Public Company Accounting Reform and Investors Act 2002 (*Sarbanes-Oxley*): «... functions as the theoretical and practical lynchpin of a domestic policy response to corporate malfeasance and misfeasance. The legislation serves four interlinked purposes. It creates new structures to regulate both the audit process and the profession; increases the responsibilities and liabilities of corporate boards for failure to ensure against future malefaction; provides protection for internal whistleblowers; and enhances the authority of the Securities and Exchange Commission (SEC) to police the markets. Given the depth and liquidity of U.S. capital markets and the increased securitization of the global economy, the legislation and its underlying normative assumptions that enhanced disclosure obligations will provide for greater transparency and accountability have implications for beyond the country's geographical contours». P. U. ALI y G. N. GREGORIOU, *International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley*, Editorial John Wiley & Sons, Inc., 2006. En el mismo sentido, E. ENGEL, R. M. HAYES y X. WANG, *The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions*, *Journal of Accounting & Economics* 44 (2007) (disponible en www.elsevier.com/locate/jar) y E. KAMAR, P. KARACA-MANDIC y E. TALLEY, *Going-Private decisions and the Sarbanes-Oxley Act*

bargo, a los Estados Unidos, sino que se extendió a otros países desarrollados y en concreto y singularmente a los Estados miembros de la Unión Europea⁸.

Entre los beneficios de no cotizar en bolsa, se han identificado los siguientes, que analizo con más detalle, desde una perspectiva jurídica y económica, a continuación: (i) la eliminación de los costes asociados a cotizar; (ii) la reducción de costes de agencia; (iii) el realineamiento de incentivos o intereses; (iv) la hipótesis del flujo de caja libre; (v) la hipótesis de la infravaloración de las acciones en el mercado; (vi) la hipótesis de la transferencia de riqueza; (vii) la medida de defensa anti-OPA; y (viii) la hipótesis sobre la obtención de beneficios fiscales.

2.1. COSTES ASOCIADOS A LA COTIZACIÓN EN BOLSA

La cotización en bolsa de una sociedad supone una serie de costes, tanto directos como indirectos.

Entre los primeros, están las tasas cobradas por las bolsas de valores; los derivados del cumplimiento de las obligaciones de facilitar información al mercado que exige la normativa específica sobre el mercado de valores; los asociados al requerimiento de trabajos adicionales a los auditores de cuentas de la sociedad en la verificación de dicha información; la intervención de otros asesores para la certificación y el respaldo de determinadas transacciones; la necesidad de contar con órganos internos especializados como el comité de auditoría integrado por especialistas; y la mayor litigiosidad relacionada con las operaciones y las decisiones de los administradores, lo que puede suponer importantes gastos en su defensa jurídica y primas más altas en sus seguros de responsabilidad civil.

Por lo que se refiere a los costes indirectos, las obligaciones de mantenimiento de confidencialidad en la información, de no realización de ope-

of 2002, Kauffman-Rand Center for the Study of Small Business and Regulation, 2006 (disponible en www.rand.org/ijcl).

⁸ En este sentido, K. J. HOFF, *Modern Company and Capital Markets Problems: Improving European Corporate Governance after Enron*; (ECGI) Law working paper núm. 5/2002, Updated January, 2007 (disponible en www.ecgi.org/wp), pgs. 447-451. P. U. ALI y G. N. GREGORIOU, *International...*, op. cit., analizan este proceso en diferentes países como Australia, China, Francia y Reino Unido.

raciones sobre sus propias acciones durante el período en que la sociedad cuente con información que pueda afectar a su precio, la necesidad de ejecutar determinadas operaciones corporativas que, en caso de ser una compañía privada, no realizarían, el mantenimiento de determinadas relaciones institucionales, etc., suponen mayores costes cuando la sociedad cotiza en bolsa.

2.1.1. Costes directos

En relación con los costes directos asociados a la cotización en bolsa de una sociedad se pueden distinguir:

(i) Costes asociados a la salida a bolsa. El importe de los costes de salida a bolsa es muy diferente en unos casos respecto a otros, ya que su partida más importante son las comisiones de dirección, aseguramiento y colocación y la segunda en importancia, los gastos en publicidad. BAENA⁹, en un análisis efectuado sobre estos costes, cifra su promedio en el período 2001-2005 en España en un 3,33% del importe efectivo de las ofertas¹⁰.

(ii) Canon anual de permanencia en bolsa. Para el ejercicio 2008, por ejemplo, el canon anual de permanencia en bolsa para valores de renta variable era del 0,045 por mil de la capitalización bursátil al cierre de la última sesión del ejercicio anterior, con un importe máximo de 290.000 euros.

(iii) Gastos de información regulada. Una sociedad cotizada, por el hecho de serlo, está obligada a la elaboración de una documentación específica y a su comunicación al mercado a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Sería muy prolijo, y fuera del propósito de este trabajo, hacer una descripción exhaustiva de las obligaciones de información de las sociedades cotizadas. Baste, sin embargo, con mencionar las

⁹ N. BAENA TOVAR, *Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo*; monografía núm. 12 de la CNMV, disponible en www.cnmv.es.

¹⁰ El desglose por conceptos es el siguiente (en promedio): las comisiones de dirección, aseguramiento y colocación ascendieron, de media, a un 75,6% de las totales, mientras que los gastos de publicidad supusieron un 15,9% y las tasas de la CNMV un 0,25%. Además, concluye que «los costes monetarios de salida a bolsa en el mercado español no pueden ser considerados como excesivamente elevados. Al existir un gasto mínimo fijo en cada uno de los conceptos, los gastos son menos gravosos en términos relativos cuanto mayor sea la empresa o el importe de la venta de las participaciones. En cualquier caso, los costes de la salida a bolsa son lo suficientemente considerables en términos brutos como para que en ocasiones puedan suponer la existencia de diferencias considerables entre las plusvalías obtenidas en la venta de las participaciones mediante la salida a bolsa o por la venta a entidades de capital riesgo». N. BAENA TOVAR, *Las exclusiones...*, op. cit., pg. 33. Según la misma autora, en Estados Unidos y Reino Unido el coste es superior, situándose, de media, entre el 7,5-8,5% del valor de la empresa.

siguientes: (i) la publicación de folletos informativos¹¹; (ii) información pública periódica de carácter financiero que tienen obligación de publicar trimestral, semestral y anualmente las sociedades cotizadas¹²; (iii) informe

¹¹ La obligación de aportar, aprobar, registrar y publicar un folleto informativo en relación con determinadas emisiones y colocaciones de valores y su admisión a negociación en un mercado secundario se regula en el Título III de la Ley del Mercado de Valores, desarrollado por el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, que han transpuesto la Directiva 2003/71/CE de 4 de noviembre de 2003, el reglamento (CE) 809/2004 de la Comisión de 29 de abril, y la Dirección y 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a los emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado.

Para un análisis doctrinal sobre los folletos informativos, vid. R. PALÁ LAGUNA, *La obligación de información del consejo a los mercados: folletos y hechos relevantes*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», Ed. Aranzadi, 2006, pgs. 1291-1316 (pgs. 1293-1304); N. FERNÁNDEZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, Ed. Aranzadi, Monografía asociada a Revista de Derecho de Sociedades, núm. 14, 2000, pgs. 283-324; A. ALONSO UREBA, *Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con ocasión de una emisión/oferta*, Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez, AAVV, Madrid, 1995, pgs. 3077 y ss.; M. LÓPEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Ed. Civitas, 2003.

¹² El artículo 35 de la Ley de Mercado de Valores establece en su apartado 2 lo siguiente: «Cuando España sea Estado miembro de origen, los emisores cuyas acciones o valores de deuda estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, harán público y difundirán un informe financiero semestral relativo a los seis primeros meses del ejercicio en el plazo máximo de dos meses desde la finalización del período correspondiente [...]», para añadir que «[...] estarán obligados además a hacer público y difundir un segundo informe financiero semestral referido a los doce meses del ejercicio en el plazo máximo de dos meses desde la finalización del período correspondiente [...]». Por fin, el apartado 3 del mismo artículo se refiere a que las entidades emisoras «[...] harán público y difundirán con carácter trimestral durante el primero y segundo semestre del ejercicio una declaración intermedia de gestión [...]». El Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, desarrolla la «información regulada» prevista en la Directiva 2004/109/CE. Además, debe tenerse en cuenta la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores, desarrollada por las Circulares de la CNMV 2/2002, 1/2005 y 1/2008, de 30 de enero. Para un comentario sobre las obligaciones de información financiera de las sociedades cotizadas, vid. E. ABAD VALDENEBRO, *La información financiera de las sociedades cotizadas*, en F. VIVES y J. PÉREZ-ARDA (coords.), «La sociedad cotizada», Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 2006, pgs. 785-833. Las modificaciones operadas por el Real Decreto 1362/2007 requieren de una adaptación de los modelos de presentación de la información semestral y trimestral. Con dicha finalidad, la CNMV sometió a consulta el 14 de

anual de gobierno corporativo en el que las sociedades cotizadas deben detallar la estructura de propiedad y administración de la sociedad, las operaciones vinculadas, los sistemas de control de riesgos y el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo¹³; (iv) información específica sobre operaciones vinculadas¹⁴; (v) página web en la que se debe atender el ejercicio por los accionistas del derecho de información y difundir la información relevante de la entidad¹⁵; (vi) información sobre hechos relevantes¹⁶; (vii) comunicación de participaciones significativas¹⁷; y (viii) in-

noviembre de 2007 una propuesta de Circular sobre información pública periódica de los emisores de valores admitidos a negociación en mercados regulados que ha dado lugar a la Circular 1/2008 de 30 de enero.

¹³ El régimen jurídico del informe anual de gobierno corporativo fue introducido en la Ley del Mercado de Valores (artículo 116) por la Ley 26/2003, de 17 de julio (la denominada «Ley de Transparencia») y ha sido desarrollado por la Orden ECO 3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores.

Para un comentario doctrinal sobre su contenido, vid. R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Ed. Aranzadi, 2004, pgs. 116-122; F. SÁNCHEZ CALERO, *Informe Anual de Gobierno Corporativo*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., volumen II, pgs. 1445-1475, describe su contenido en pgs. 1456-1471.

¹⁴ La Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, regula la información sobre operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Esta información debe incluirse en el informe anual de gobierno corporativo y en la información semestral. El análisis del régimen jurídico de las operaciones vinculadas realizadas por sociedades cuyos valores están admitidos a negociación en España ha sido objeto de especial atención doctrinal. Un análisis general, en J. QUIJANO y V. MAMBRILLA, *Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad*. En particular, los conflictos de interés y las operaciones vinculadas, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», volumen II, op. cit., pgs. 915-990; Un análisis específico de determinados supuestos de operaciones vinculadas de una sociedad cotizada en P. PORTELLANO, *Deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocio*, Ed. Civitas, 1996.

¹⁵ Regulado en el artículo 117.2 de la Ley Mercado de Valores en la redacción dada por la Ley de transparencia y por la Orden ECO 3722/2003, de 26 de diciembre. Para un comentario sobre su contenido, vid. R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, op. cit., pgs. 123-125.

¹⁶ Se define legalmente como hecho relevante toda información «cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario» (artículo 82.1 de la Ley del Mercado de Valores).

¹⁷ Regulado en el Real Decreto 1362/2007 (artículos 23-39) y en la Orden de 23 de abril de 1991 (Economía y Hacienda) de desarrollo del Real Decreto 877/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas, en la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los

formación sobre autocartera¹⁸, entre otras. Como es lógico, la elaboración de esta información requiere contar con una estructura adecuada de medios materiales y humanos y con el trabajo adicional de los auditores de cuentas de la entidad para la verificación de la veracidad y fiabilidad de la información de naturaleza contable a la que se ha hecho referencia.

(iv) Gastos derivados de los mecanismos de control interno. Uno de los aspectos que ha sido objeto de regulación detallada, tanto en la normativa legal como en las recomendaciones de buen gobierno, es la necesidad de introducir mecanismos que garanticen que la información que las sociedades cotizadas facilitan al mercado es fiable y está elaborada con los controles internos adecuados.

La *Sarbanes-Oxley Act* introdujo en los Estados Unidos la regulación federal de dichos mecanismos, entre los que destacan la obligación legal de contar con un comité de auditoría, las limitaciones y obligaciones relacionadas con la compensación de los directivos, la obligación de que los documentos contables sean firmados por los responsables de su elaboración, el informe y la certificación sobre los controles internos y las normas sobre independencia e incompatibilidad de los auditores de cuentas. Dichas medidas fueron, en mayor o menor medida, adoptadas por la normativa legal y/o por las recomendaciones publicadas en el seno de la Unión Europea y en muchos de sus Estados miembros, entre ellos, España.

A continuación, se hace un análisis algo más detallado de cada uno de ellos:

a) Comité de auditoría

La exigencia de contar con un comité de auditoría en el seno del consejo de administración de las sociedades cotizadas era, desde hace años, práctica frecuente en las normas de distintas bolsas de valores¹⁹ y/o autoridades reguladoras internacionales²⁰.

La recomendación de la creación de un comité de auditoría en el seno del consejo de administración es una constante de los códigos de buen go-

modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos, de operaciones del emisor sobre acciones propias de otros modelos y en la Circular 4/2000, de 2 de agosto, de la CNMV, por la que se establecen los modelos de comunicaciones de derechos de opción y sistemas retributivos de administradores y directivos en sociedades cotizadas.

¹⁸ Regulado en los artículos 40 a 43 del Real Decreto 1362/2007.

¹⁹ Obligatoria desde 1978 para las sociedades cotizadas en la Bolsa de Nueva York. En 1992, dos tercios de las sociedades cotizadas en el Reino Unido contaban con uno.

²⁰ «An effective audit committee is viewed as critical link in providing investors with reliable financial reporting. The SEC has stated that an effective audit committee affords the greatest possible protection to investors (Price Waterhouse [1993]). In addition, Wild [1996] documents a significant increase in an entity's earnings response coefficient subsequent to the formation of an audit committee. This suggests that the market views audit committees as improving the quality of an entity's financial reporting». J. V. CARCELLO y T. L. HEAL, *Audit Committee characteristics and auditor reporting*, July 1997, Universidad de Tennessee, pg. 3.

bierno nacionales e internacionales. Se pueden citar por su importancia y valor innovador, el Informe Cadbury, de 1992²¹, los principios de gobierno corporativo: análisis y recomendaciones publicado por el *American Law Institute* en 1994²², el Informe Vienot²³, de 1995, y, por fin, el Informe Olivencia²⁴, de 1998. Esta unanimidad²⁵ tuvo su fundamento en la creciente

²¹ El Comité creado por el *Financial Reporting Council*, la Bolsa de Londres y las corporaciones profesionales de contables, bajo la presidencia de Sir Adrian Cadbury, adoptó como objetivo básico hacer recomendaciones sobre buenas prácticas en materia de buen gobierno. Su informe, publicado en 1992, incluyó en su apartado 4.35 que «todas las sociedades admitidas a cotización establezcan comités de auditoría». El informe Hampel, publicado en enero de 1998, elaborado por el Comité sobre el Gobierno de las Corporaciones bajo la presidencia de Sir Ronald Hampel, y cuyo objetivo era revisar la implantación de las recomendaciones de los Informes Cadbury y Greenbury, reiteró la recomendación de que «todas las sociedades cotizadas establezcan un comité de auditoría, compuesto por consejeros no ejecutivos, que sea un comité del Consejo y responsable ante el mismo» (epígrafe 2.21).

²² El documento publicado por el *American Law Institute* en 1994, *Principios de gobierno corporativo: análisis y recomendaciones*, recomienda la existencia de un comité de auditoría, tanto para las grandes sociedades anónimas con capital disperso (epígrafe 3.05) [«Toda gran sociedad anónima con capital disperso (secc. 1.24) debe contar con un comité de auditoría que ejecute y apoye la función supervisora del consejo (secc. 3.02), revisando periódicamente los procesos de producción de datos financieros de la sociedad, sus controles internos y la independencia del auditor externo de la sociedad»], como para las pequeñas sociedades anónimas de capital disperso (epígrafe 3.A.02).

²³ El Informe del Grupo de Trabajo [CNFP y CNPF: El consejo de administración de las sociedades cotizadas en bolsa (Informe Vienot) de julio de 1995], recomienda en su epígrafe III.3, bajo la rúbrica «la creación de comités especializados dentro del consejo», la creación de un comité de cuentas o de auditores.

²⁴ El Consejo de Ministros, a propuesta del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, acordó en su reunión de 28 de febrero de 1997, la creación de una Comisión especial para el Estudio de un Código ético de los consejos de administración de las sociedades cotizadas. Dicha Comisión, bajo la presidencia de D. Manuel Olivencia Ruiz, elaboró el llamado Informe Olivencia, que dedica distintas recomendaciones al comité de auditoría. Así, la recomendación 8: «Que el consejo de administración constituya en su seno Comisiones delegadas de control, compuestas exclusivamente por consejeros externos, en materia de información y control contable (Auditoría) (...);» la recomendación 20: «Que toda la información financiera periódica que, además de la anual, se ofrezca a los mercados se elabore conforme a los mismos principios y prácticas profesionales de las cuentas anuales, y antes de ser difundida, sea verificada por la comisión de auditoría»; y recomendación 21: «Que el Consejo de Administración y la Comisión de Auditoría vigilen las situaciones que puedan suponer riesgo para la independencia de los auditores (...).»

²⁵ Los informes sobre buen gobierno publicados desde entonces se unieron a esta recomendación. Así, cabe citar el OECD Principles of Corporate Governance, de 2004, que en su apartado relativo a los «Principles of auditor independence and the role of corporate governance in monitoring an auditor's independence»

complejidad técnica de la información contable y financiera y en la importancia que supone su fiabilidad para los mercados²⁶.

Esta recomendación pasó del Informe Olivencia al «Reglamento tipo del consejo de administración ajustado al código de buen gobierno» publicado por la CNMV el 19 de mayo de 1998 que, en su artículo 16, bajo la rúbrica «La comisión de auditoría y cumplimiento»²⁷ recogía la composición, fun-

establece: «standards of auditor independence should establish a framework of principles, supported by a combination of prohibitions, restrictions, other policies and procedures and disclosures, that addresses at least the following threats to independence: self-interest, self-review, advocacy, familiarity and intimidation».

²⁶ En este sentido, L. F. SANZ PARAISO, *Las comisiones de auditoría y cumplimiento*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1999, pgs. 373-417 (pgs. 392-393).

²⁷ «Artículo 16. La Comisión de Auditoría y Cumplimiento.

1. La Comisión de Auditoría y Cumplimiento estará formada por [] consejeros externos y, en su composición, reflejará razonablemente la relación existente en el consejo entre consejeros dominicales y consejeros independientes.

2. Sin perjuicio de otros cometidos que le asigne el Consejo, la Comisión de Auditoría y Cumplimiento tendrá las siguientes responsabilidades básicas: a) proponer la designación del auditor, las condiciones de contratación, el alcance del mandato profesional y, en su caso, la revocación o no renovación; b) revisar las cuentas de la sociedad, vigilar el cumplimiento de los requerimientos legales y la correcta aplicación de los principios de contabilidad generalmente aceptados, así como informar las propuestas de modificación de principios y criterios contables sugeridos por la dirección; c) servir de canal de comunicación entre el consejo de administración y los auditores, evaluar los resultados de cada auditoría y las respuestas del equipo de gestión a sus recomendaciones y mediar en los casos de discrepancias entre aquéllos y éste en relación con los principios y criterios aplicables en la preparación de los estados financieros; d) comprobar la adecuación e integridad de los sistemas internos de control y revisar la designación y sustitución de sus responsables; e) supervisar el cumplimiento del contrato de auditoría, procurando que la opinión sobre las cuentas anuales y los contenidos principales del informe de auditoría sean redactados de forma clara y precisa; f) revisar los folletos de emisión y la información financiera periódica que deba suministrar el consejo a los mercados y sus órganos de supervisión; g) examinar el cumplimiento del Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores, del presente Reglamento y, en general, de las reglas de gobierno de la compañía y hacer las propuestas necesarias para su mejora. En particular, corresponde a la Comisión de Auditoría y Cumplimiento recibir información y, en su caso, emitir informe sobre medidas disciplinarias a miembros del alto equipo directivo de la Compañía

3. La Comisión de Auditoría y Cumplimiento se reunirá periódicamente en función de las necesidades y, al menos, cuatro veces al año. Una de las sesiones estará destinada necesariamente a evaluar la eficiencia y el cumplimiento de las reglas y procedimientos de gobierno de la sociedad y preparar la información que el consejo de administración ha de aprobar e incluir dentro de su documentación pública anual.

4. Estará obligado a asistir a las sesiones de la Comisión y a prestarle su colaboración y acceso a la información de que disponga, cualquier miembro del equipo directivo o del personal de la Compañía que fuese requerido a tal fin.

ciones, número mínimo de reuniones y la obligación de asistencia a las mismas de los miembros de la alta dirección que sean requeridos para ello²⁸.

La *Sarbanes-Oxley Act* estableció²⁹, en 2002, la obligatoriedad de que todas las sociedades cotizadas en los mercados estadounidenses cuenten con un comité de auditoría compuesto, exclusivamente, por consejeros independientes³⁰.

Dicha norma fue adoptada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero (la llamada Ley Financiera) que, en su artículo 47³¹, establece la obligatoriedad de la constitución de comisiones de auditoría y control en el seno de los consejos de administración de las sociedades cotizadas, formadas mayoritariamente por consejeros no ejecutivos³². Con posterioridad, el Código Unificado de Buen Gobierno de 2006³³ amplía,

También podrá requerir la Comisión la asistencia a sus sesiones de los Auditores de Cuentas.

5. Para el mejor cumplimiento de sus funciones la Comisión de Auditoría y Cumplimiento podrá recabar el asesoramiento de profesionales externos, a cuyo efecto será de aplicación lo dispuesto en el artículo 27 de este Reglamento».

²⁸ Para un análisis pormenorizado de las funciones del comité de auditoría en el Informe Olivencia y el Reglamento Tipo, vid L. F. SANZ PARAIÑO, *Las comisiones...*, op. cit., pgs. 395-409. Estudios posteriores recogen la evolución normativa de la institución en F. SÁNCHEZ CALERO, *Líneas generales del régimen del comité de auditoría de las sociedades cotizadas*, en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 89, pgs. 191 y ss.; y L. A. VELASCO, *El comité de auditoría*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», volumen II, op. cit., pgs. 1087-1125.

²⁹ La sección 301 de la *Sarbanes-Oxley Act* requiere, igualmente, de las sociedades cotizadas que provean a los comités de auditoría con asesoramiento legal externo o cualesquiera otros asesores que consideren necesarios para el cumplimiento de sus deberes fiduciarios y que los comités establezcan procedimientos para recibir e investigar quejas o denuncias sobre apuntes contables o de auditoría.

³⁰ En abril de 2003, la SEC emitió una «Rule» definiendo «*affiliated person*» a efectos de delimitar la independencia de los consejeros que forman parte del comité de auditoría.

³¹ La Ley 62/2003 modificó la redacción que la Ley Financiera había introducido en la disposición adicional decimoctava en relación con el comité de auditoría. Para un comentario sobre la regulación, se puede consultar R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, op. cit., pgs. 73-76; F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores en las sociedades de capital*, Ed. Aranzadi, Madrid, 2005, pgs. 744-755.

³² El Informe Aldama, elaborado por la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, presidida por D. Enrique Aldama y Miñón, fue publicado el 8 de enero de 2003. Dicho Informe se refería a la comisión de auditoría en el epígrafe 5.2 de su apartado IV, haciendo una referencia al, entonces, recientemente aprobado artículo 47 de la Ley Financiera.

³³ El llamado Código Unificado de Buen Gobierno figura como Anexo I al Informe de 19 de mayo de 2006 del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, aprobado por el Consejo de la CNMV en su reunión del 22 de mayo de 2006 como documento único con las recomendaciones de gobierno corporativo a efectos de lo dispuesto en el apartado i.f) de la Orden

en forma de recomendaciones, las funciones del comité de auditoría más allá de las exigidas legalmente³⁴.

La somera descripción efectuada sobre los requerimientos legales en relación con la comisión (o comité) de auditoría y sobre su composición, funciones y facultades, no deja lugar a dudas sobre que su constitución y mantenimiento supone un coste para las sociedades cotizadas.

b) Mecanismos de control interno y obligación de que los documentos contables sean certificados por los responsables de su elaboración

La *Sarbanes-Oxley Act* establece la obligación de que las sociedades cotizadas mantengan determinados instrumentos de control interno sobre la corrección de la información financiera y de que se incluya en sus cuentas anuales un informe elaborado por un auditor externo sobre la eficacia de dichos controles, describiendo cualquier debilidad material encontrada. Dicha sección no fue desarrollada por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) hasta junio de 2003, haciéndola obligatoria para los ejercicios cerrados después del 14 de junio de 2004³⁵.

El coste asociado a esta medida fue estimado por la propia SEC en US\$ 91.000 de promedio anual por compañía³⁶. A esta obligación de control interno se añadió la obligación de que el director general (CEO) y el director financiero (CFO) certificaran tanto dichos estados financieros como los sistemas de control interno sobre el *reporting* financiero y la corrección de la

ECO 3722/2003, de 26 de diciembre. El mencionado grupo especial de trabajo estuvo presidido por el entonces presidente de la CNMV, D. Manuel Conthe. Un comentario detallado de su contenido puede encontrarse en R. MATEU DE ROS, *El Código unificado de gobierno corporativo*, Ed. Aranzadi, 2007.

³⁴ El Código unificado de gobierno corporativo dedica las recomendaciones 46-53 al comité de auditoría y completa la exigencia legal con lo dispuesto en la Recomendación de la Comisión Europea de 15 de febrero de 2005. Para un análisis detallado de estas recomendaciones, vid. R. MATEU DE ROS, *El Código unificado...*, op. cit., pgs. 349-363.

³⁵ La *Sarbanes-Oxley Act* dedica a este asunto su sección 404 (en relación con el «*report of management on the company's internal control over financial reporting for the company; management's assessment of the effectiveness of the company's internal control over financial reporting as of the end of the company's most recent fiscal year; a statement identifying the framework used by management to evaluate the effectiveness of the company's internal control of the financial reporting; and a statement that the registered public accounting firm that audited the company's financial statements included in the annual report has issued an attestation report or management's assessment of the company's internal control over financial reporting*»). Para un comentario sobre esta norma, vid. E. KAMAR, P. KARACA-MANDIC y E. TALLEY, *Going...*, op. cit., pgs. 6-9.

³⁶ El coste del establecimiento de los instrumentos de control interno fue cuantificado por la propia SEC, en el análisis coste-beneficio que acompaña a todas las medidas que se impone a las empresas, en 91.000 dólares estadounidenses anuales por sociedad (vid. pg. 38 del *Release* núm. 33-8238).

información pública periódica³⁷. Para el caso de falsedad de esta última certificación, la *Sarbanes-Oxley Act* establece sanciones que pueden llegar a tener, en determinadas situaciones, carácter penal³⁸.

El coste de estas medidas no se limitó a las distintas obligaciones de certificación citadas, con las que, por otra parte, pueden encontrarse paralelismos en la normativa española³⁹, sino a los siguientes factores:

- El contenido de la certificación. En ella, el CEO y el CFO deben declarar que han realizado una labor de verificación y de control interno y que cuentan, para ello, con instrumentos adecuados.

³⁷ Las secciones 302 y 906 establecieron la obligación de los CEO's y CFO's de las compañías de certificar la corrección de los sistemas de control interno sobre el *reporting* financiero (en la misma línea que la anteriormente citada) y la corrección de la información pública periódica, respectivamente. La sección 302 fue desarrollada por la *Exchange Act Rule* 124-3 (17 CFR 240.124-3) y la sección 906 por el *Release* núm. 34-46300 (Aug. 2, 2002) [67 FR 51508].

³⁸ Esta sanción penal se refiere, explícitamente, a la falsedad en la certificación impuesta por la sección 906 *Sarbanes-Oxley Act*.

³⁹ El Real Decreto 1362/2007 establece en su artículo 8.1, en relación con el informe financiero anual, que el mismo comprenderá: «b) las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido, que deberán ser firmadas por los administradores y cuyos nombres y cargos se indicarán claramente, en el sentido de que, hasta donde alcanza su conocimiento, las cuentas anuales elaboradas con arreglo a los principios de contabilidad aplicables ofrecen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del emisor y de las empresas comprendidas en la consolidación tomadas en su conjunto (...).» El artículo 10 de la misma norma establece la responsabilidad de la entidad emisora y de sus administradores en cuanto sujetos obligados a «formular y firmar las cuentas anuales y el informe de gestión individuales de la entidad y, en su caso, de su grupo consolidado, y la declaración de responsabilidad sobre su contenido». El artículo 17 de la misma norma establece la responsabilidad del emisor y los administradores por el informe financiero semestral. En cuanto a la firma de los estados financieros intermedios, la Circular 2/2002, de 27 de noviembre, de la CNMV, que modifica la Circular 3/1994 de 8 de junio, por la que se regulan los modelos de información pública periódica de entidades emisoras de valores admitidas a negociación en bolsas de valores (anexos modificados por la Circular 1/2005, de 1 de abril) establece en su anexo 5 que deben firmar la información pública semestral las «personas que asumen la responsabilidad de esta información, cargos que ocupan e identificación de los poderes o facultades en virtud de los cuales ostentan la representación de la sociedad». De la misma forma, la normativa del Banco de España establece similar obligación para los denominados «balances confidenciales». Por su parte, el artículo 37 del Código de Comercio establece que las cuentas anuales deberán ser firmadas por las siguientes personas, «que responderán de su veracidad: 1º Por el propio empresario, si se trata de persona física. 2º Por todos los socios ilimitadamente responsables por las deudas sociales. 3º Por los administradores de la sociedad». En mi opinión, esta norma se adecua mejor que la firma por el CEO y el CFO a la responsabilidad solidaria que establece el artículo 133.1 de la Ley de Sociedades Anónimas para los administradores que realizaran «actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes a su cargo».

- La sanción penal que podría derivarse de una certificación falsa. La posibilidad de una sanción penal ha supuesto, en la práctica, la adopción por los obligados de cautelas adicionales (contratación de expertos independientes, asesores legales, consultores, etc.), con los consiguientes costes.

- Extensión del plazo legal para la interposición de demandas por los accionistas. Un efecto inmediato de la *Sarbanes-Oxley Act* fue la extensión del plazo de caducidad para la interposición de demandas por accionistas. Dicho plazo pasó de tres a cinco años desde que se realizó el acto fraudulento y de uno a dos años desde su descubrimiento⁴⁰.

Esta medida supuso un fuerte incremento de los costes de defensa legal y de las primas de los seguros de responsabilidad civil de administradores y directivos (D&O).

- Separación de los servicios de auditoría y distintos de auditoría prestados por el auditor estatutario. La *Sarbanes-Oxley Act* introdujo la prohibición de que los auditores de una compañía presten servicios distintos de los de auditoría a la sociedad de la que son auditores estatutarios⁴¹.

El reforzamiento de la independencia de los auditores de cuentas constituyó uno de los aspectos fundamentales, si no el más importante, de las medidas adoptadas por la *Sarbanes-Oxley Act*⁴². Sin embargo, la preocupación por la independencia de los auditores no era nueva ni exclusiva de los Estados Unidos. En efecto, tanto el Informe Cadbury⁴³ en el Reino Unido como el Informe Olivencia⁴⁴ en España identificaron la objetividad e inde-

⁴⁰ La aplicación de la sección 804 y la consiguiente extensión de los plazos en los términos mencionados ha supuesto un fuerte incremento de la litigiosidad en Estados Unidos. Para un comentario, vid. E. KAMAR, P. KARACA-MANDIC y E. TALLEY, *Going...*, op. cit., pgs. 9-10.

⁴¹ Dicha norma fue incluida en la sección 201 de la *Sarbanes-Oxley Act* en virtud de la cual, a partir de julio 2002, se prohibió a las firmas de auditoría que prestaran servicios distintos del de auditoría a la entidad auditada, incluidos diseño e implantación de sistemas de información financiera, servicios de valoración, auditoría interna, servicios de banca de inversiones, servicios legales y de experto no relacionados con la auditoría, llevanza de libros de contabilidad y servicios actuales. En enero de 2003, la SEC emitió la normativa de desarrollo *Release* núm. 33-8183: *Strengthening the Commission's requirements regarding auditor independence* (28 de enero de 2003).

⁴² No podemos olvidar que una de las principales consecuencias del caso ENRON fue la «desaparición» de la firma auditora ANDERSEN.

⁴³ Apartados 5.1 a 5.12 en los que se señala la importancia de la objetividad y eficacia de los auditores de cuentas y se desarrollan un conjunto de medidas para su consecución.

⁴⁴ La recomendación 21 del Informe Olivencia establece «Que el Consejo de Administración y la Comisión de Auditoría vigilen las situaciones que puedan suponer riesgo para la independencia de los auditores externos de la sociedad y, en concreto, que verifiquen el porcentaje que representan los honorarios satisfechos por todos los conceptos sobre el total de los ingresos de la firma auditora, y que se informe públicamente de los correspondientes a servicios profesionales distintos a los de auditoría».

Por otra parte, la doctrina española se ha ocupado, con profusión, de la función del auditor de cuentas, de su estatuto y de su régimen de responsabilidad cuya

pendencia de los auditores como un elemento clave en el buen gobierno de las sociedades cotizadas.

En el marco de la Unión Europea, la recomendación de la Comisión sobre la independencia del auditor de 16 de mayo de 2002 tomó parte de los conceptos utilizados por la *Sarbanes-Oxley Act*, intentando adaptarlos a la realidad europea.

Con posterioridad, el Informe Winter de 4 de noviembre de 2002 dedicó, a petición del ECOFIN, una extensión de su mandato «*in a direct reaction to the Enron case*», para revisar los «*issues related to best practices in corporate governance and auditing, and in particular: the role of non-executive and supervisory directors; the remuneration of management; the responsibility of management for financial statements; and auditing practices*»⁴⁵.

El legislador español, mediante la Ley Financiera, adaptó la Ley de Auditoría de Cuentas a esta tendencia general y, en especial, introdujo unas

obligatoriedad fue introducida en España por la Ley 19/1989 de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades (arts. 203-211). Entre los estudios doctrinales sobre su estatuto jurídico, destacan: J. L. IGLESIAS PRADA, *La duración del cargo de auditor; consideraciones críticas*, Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez, AAVV, volumen II Sociedades Mercantiles, Ed. Civitas, 1996, pgs. 1895-1924, que resulta precursor en la defensa de las tesis que luego fueran seguidas en el ordenamiento estadounidense y en las Recomendaciones de la Unión Europea, sobre las ineficiencias de un sistema rotación del auditor de cuentas frente a la medida de rotación del equipo de auditoría (pg. 1924); R. ILLESCAS ORTIZ, *Las cuentas anuales de la Sociedad Anónima, Auditoría, Aprobación, depósito y publicidad de las cuentas anuales* (Tomo VII, volumen 2º) en Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, dirigido por R. URÍA, A. MENENDEZ y M. OLIVENCIA, Ed. Civitas, 1993, pgs. 15-169, J. M. GARRETA SUCH *La responsabilidad de los auditores por no detección de fraudes y errores*, Ed. Marcial Pons, 2002.

⁴⁵ El Informe Winter (*Report of the High Level Group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*) publicado en Bruselas el 4 de noviembre de 2002, dedica el epígrafe 5 del Capítulo III («*Corporate governance*») a las prácticas de auditoría (pg. 70): «*Enron, Worldcom and similar cases have revealed that a proper audit of financial statements of the company is a fundamental element of a corporate governance system. Audit, in an appropriate form, is also an important safeguard in non-financial reporting. A proper audit depends on the role and performance of the external auditor, as well as the internal audit process of the company. The Commission has already undertaken initiatives to deal with particular issues relating to the role and performance of the external auditor. The Commission's Recommendation of May 16, 2002 deals with such subjects as:*

- *Non-audit services provided by audit firms to their audit clients;*
- *Rotation of key audit partners;*
- *Employment of a former audit partner by the audit clients.*

muy severas restricciones en materia de independencia⁴⁶, al tiempo que endureció notablemente las sanciones previstas por la comisión de infracciones graves o muy graves en caso de incumplimiento de estas obligaciones.

Pues bien, las restricciones en los servicios que el auditor estatutario puede prestar a la entidad auditada y, con ello, la eliminación de las sinergias que suponía la posibilidad de realizar trabajos complementarios, las limitaciones en el ejercicio de su actividad (rotación del equipo de auditoría, incompatibilidades, etc.) y, aunque con menor importancia a estos efectos, las limitaciones en las inversiones de los auditores de cuentas, han supuesto un encarecimiento de los servicios de auditoría y, por ello, un mayor coste para las empresas⁴⁷.

2.1.2. Costes indirectos

Además de los costes directos que he señalado, la cotización en bolsa supone costes indirectos para la sociedad en las áreas comerciales, de marketing, de promoción, etc., de muy difícil cuantificación exacta pero, sin duda, relevantes.

2.1.3. Importancia en la decisión de exclusión de los costes asociados a cotizar. Sumario

Con ocasión de la publicación de la *Sarbanes-Oxley Act* en los Estados Unidos se realizaron múltiples trabajos empíricos en relación con (i) la

⁴⁶ En muchos supuestos las restricciones impuestas por la Ley de Auditoría de Cuentas a la actuación de los auditores de cuentas con la finalidad de preservar su independencia (ex artículo 8) resultan incluso más severas que las incluidas en la *Sarbanes-Oxley Act* y en la Recomendación Europea de 16 de mayo de 2002. Lo son, sin duda, las sanciones que se les imponen por faltas muy graves (ex artículo 17 de la Ley de Auditoría de Cuentas).

⁴⁷ La «*Proposed Rule: Strengthening the Commission's Requirements Regarding Auditor Independence*» (<http://www.sec.gov/rules/proposal/33-8154.htm>) partió de una premisa distinta: «*Accounting firms may lose one or more sources of revenue if the proposal rules are adopted because they would no longer be able to sell certain non-audit services to their audit clients. We believe, however, that in view of the statements by the largest four accounting firms, and others, that they would no longer provide internal audit outsourcing services and financial system design and implementation services to audit clients, costs associated with the proposed rules may be limited. Also, to the extent non-audit services are merely redistributed among the firms, there would be no loss of revenue to public accounting firms as a whole*» (pg. 53). En el mismo sentido fue redactada la *final rule*. Sin embargo, dicho análisis es imperfecto desde el lado de la oferta, al no considerar la existencia de numerosas sociedades de auditoría más pequeñas que las denominadas «cuatro grandes» ni mercados menos profundos que el norteamericano; y, además, incompleto al no realizar un análisis del incremento de costes para las empresas demandantes de servicios.

correlación entre buen gobierno corporativo y valoración en los mercados de las sociedades cotizadas, (ii) los costes de contabilidad y auditoría asociados a la implantación por las empresas de la *Sarbanes-Oxley Act* y (iii) el número de sociedades que solicitaron en dichas fechas su exclusión de negociación, intentando establecer una correlación de dichas decisiones con la entrada en vigor de dicha norma.

En relación con lo que resulta de utilidad para este trabajo, las conclusiones más relevantes de dichos estudios fueron que la entrada en vigor de la *Sarbanes-Oxley Act* provocó, efectivamente, un notable incremento en los costes asociados al cumplimiento de obligaciones contables y de auditoría⁴⁸ y que el incremento en los costes y riesgos asociados a la cotización en bolsa provocó un aumento en el número de sociedades que solicitaron su exclusión de cotización⁴⁹. En concreto, dichos estudios coinciden mayoritariamente en que la frecuencia de las operaciones de exclusión crecieron tras la entrada en vigor de la *Sarbanes-Oxley Act*⁵⁰ y que este proceso afectó en mayor medida a las sociedades de tamaño más reducido⁵¹.

⁴⁸ Para un estudio detallado de las evidencias empíricas de este incremento de costes, vid. E. KAMAR, P. KARACA-MANDIC y E. TALLEY, *Going...*, op. cit., pgs. 14-15, en el que se citan, además, estudios de otros autores.

⁴⁹ E. ENGEL, R. M. HAYES y X. WANG, *The Sarbanes...*, op. cit., pgs. 142-143; E. KAMAR, P. KARACA-MANDIC y E. TALLEY, *Going...*, op. cit., pg. 16, citan a S. BLOCK (*The latest movement to going private: an empirical study*, *Journal of Applied Finance* 14, 36-44) según el que, en una encuesta efectuada a 110 de las 236 sociedades cotizadas que excluyeron sus acciones de cotización entre enero de 2001 y julio de 2003, la mayoría citaron como razón principal para su exclusión de bolsa la entrada en vigor de la *Sarbanes Oxley Act* y estimaron un incremento de más de un 100 por ciento el coste estimado de mantener a la sociedad cotizada en bolsa.

⁵⁰ La sección 12 (g) 4) de la *Securities Exchange Act* estadounidense de 1934 establece qué sociedades cotizadas pueden excluir sus acciones de cotización y dejar de estar registradas en la SEC cuando su número de accionistas se sitúe por debajo de 300, existiendo dos mecanismos distintos para conseguir dicha finalidad, denominados *going private* y *going dark*: «Firms can achieve this result either by arranging for a private acquirer to buy their entire stock (*going private*), or by cashing out small shareholders to lower the number of shareholders below 300 (*going dark*)».

⁵¹ En este sentido, W. J. CARNEY, *The cost of being public after Sarbanes-Oxley: the Irony of «Going Private»*, Emery School of Law, Working Paper N° 05-4, disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract>, pg. 16.; E. KAMAR, P. KARACA-MANDIC y E. TALLEY, *Going...*, op. cit., pgs. 16-19; Grant Thornton LLP, *Post Sarbanes-Oxley. Number of public companies going private increase 30 Percent*

No existen estudios con el mismo detalle y metodología para Europa continental. En relación con el Reino Unido, aunque con menor base estadística que los estadounidenses, los existentes coinciden en señalar los costes de cotización como causa frecuente de la exclusión de negociación en bolsa⁵² de las sociedades.

Sin embargo, no parece que estos costes puedan, por sí solos, justificar la exclusión de cotización de las sociedades. En efecto, en mi opinión hay dos razones que soportan esta afirmación. Por un lado, el valor actual de los costes, tanto directos como indirectos, de cotizar en bolsa, resultará, en la mayoría de los casos, inferior a los costes implícitos incurridos en la ejecución de la operación de exclusión de cotización⁵³. Además, en dicha comparación, no deberían incluirse, como se hace en algunos de los estudios citados, los costes asociados al inicio de la cotización en bolsa⁵⁴

(<http://www.grantthornton.com>) (December 15-2003); M. MORGENSTERN y P. NEALIS, *Going private: a reasoned response to Sarbanes Oxley?*.

⁵² L. RENNEBOOG, T. SIMONS, M. WRIGHT, *Why do public firms go private in the UK?*, enero de 2006, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=873673>, pg. 9: «Depending on the size of the company, Benoit (1999) reports that for UK quoted firms, the fees paid to stockbrokers, registrars, lawyers, merchant bankers and financial PR companies, as well as the exchange fee and the auditing, printing and distribution of accounts, can even amount to GBP 250,000». Los mismos autores señalan que «(...) some UK CEOs estimate that these costs may even be higher: Roy Hill, the CEO of Liberfabrica, estimated, just after his company was acquired in 1999, these costs at GBP 400,000. Likewise, Jurek Prasecki, CEO of Goldsmiths put City-associated costs at GBP 500,000, 3 months after his firm went private in 1999. An even higher estimate comes from the executive chairman of Wainhomes, who upon the announcement of taking the company private, estimated the costs of maintaining a listing at GBP 1 million (Financial Times, August 31 1999)».

⁵³ En este sentido R. C. CLARK, *Corporate Law*, Ed. Aspen, Law and Business, 1986, pg. 510: «One early reason urged as a justification for going private was that it saved the costs of operating as a public company. These costs include the attorney's and accountant's fees and related costs involved in preparing and filing periodic reports with the SEC, as well as the expenditures made to prepare and distribute annual reports. Some commentators and observers treated this justification with severe skepticism, since it seemed that, in cases involving any smaller public companies, the discounted present value of there savings was apt to be equaled or exceeded by the sizable costs of the going private transaction itself».

⁵⁴ Por ejemplo, el canon de admisión a cotización de acciones de sociedades españolas en la bolsa de Madrid está fijado en el 1 por mil sobre el valor nominal de las acciones admitidas, hasta un valor nominal de 230 millones de euros y en el 0,1 por mil por el exceso (www.bolsamadrid.es). Por su parte, el canon de permanencia en la cotización es del 0,045 por mil sobre la capitalización bursátil al cierre de la última sesión del ejercicio anterior.

ya que dichos costes se incurren de una sola vez y la exclusión de negociación no permite su recuperación económica.

Por otro lado, parte de los costes señalados no son evitables, aun cuando la sociedad decida su exclusión de bolsa. En efecto, por ejemplo, los gastos de auditoría se mantendrán en un alto porcentaje ya que, pese a que los auditores no tengan que revisar, por ejemplo, estados financieros intermedios en una sociedad no cotizada, deberán continuar realizando la auditoría estatutaria. Además, el estatuto legal del auditor de cuentas en España (independencia, régimen sancionador, etc.) es independiente sea la sociedad cotizada, o no.

Además, en el caso de que la sociedad quiera continuar accediendo al mercado de renta fija e incluso a la financiación bancaria, deberá mantener gran parte de los mecanismos de información y sistemas de control interno descritos⁵⁵.

Por lo tanto, cabe afirmar que los costes asociados a la cotización en bolsa no pueden explicar, por sí solos, la decisión de «going private» y, sin embargo, constituyen un aspecto a tener en cuenta⁵⁶. Esta conclusión parece empíricamente soportada⁵⁷. De hecho, la preocupación de que los

⁵⁵ En este sentido, «*Going private transactions involve sophisticated financial institutions as suppliers of both debt and equity. A reasonable assumption is that even after an MBO or LBO, the company may nonetheless continue to bear a portion of Sarbanes Oxley's costs to satisfy their capital sources*»: M. MORGENTERN y P. NEALIS, *Going private...*, op. cit., pg. 28.

⁵⁶ En este sentido, L. RENNEBOOG, T. SIMONS y M. WRIGHT, *Why do public firms...*, pgs. 8-9, concluyen: «*In short, the transaction cost hypothesis suggests that the wealth gains from going private are largely the result of the elimination of the direct and indirect costs associated with maintaining a stock exchange listing*». Sin embargo, los autores citados incurrían en el defecto anteriormente puesto de manifiesto cuando lo justifican ya que incluyen que: «*For UK companies with a market capitalization of GBP 100 million, the admission fee to the London Stock Exchange (LSE) amounted to GBP 43.700 in 2003...*».

⁵⁷ Un reciente análisis econométrico puede encontrarse en E. ENGEL, R. M. HAYES y X. WANG, *The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions*, *Journal of Accounting & Economics* 44 (2007), pgs. 116-145, realiza un estudio en el que «*investigate going-private decisions in response to the passage of the Sarbanes-Oxley act of 2002 (SOX). We study firms that go private from 1998 to May 2005 and find: (1) the quarterly frequency of going-private transactions has increased after the passage of SOX, and (2) abnormal returns surrounding both the passage of SOX and the going-private announcement are significantly related to proxies for the costs and benefits of SOX and the net benefits of being a public firm. Our empirical evidence is broadly constant with the notion that SOX has affected firms going-private decisions*». Sin embargo, dicha conclusión no significa

costes de cotización fueran excesivos ha llevado a diferentes países a la creación de mercados alternativos⁵⁸ para pequeñas y medianas empresas con costes más reducidos.

2.2. COSTES DE AGENCIA

Los costes de agencia son los derivados de la potencial divergencia de intereses entre los distintos agentes que intervienen en la empresa. En concreto, cabe identificar costes de agencia derivados de la eventual contraposición de los intereses de los administradores y los accionistas, por un lado, y del grupo de accionistas de control y los accionistas minoritarios⁵⁹, por otro.

Cuando se trata de una sociedad cotizada, los costes de agencia más importantes son los relacionados con el control de los gestores, por parte de un accionariado disperso. Por ello, se ha planteado en qué medida la exclusión de cotización puede contribuir a reducirlos. Además, se han añadido por la doctrina otras dos hipótesis que pueden constituir fuentes

que éste sea el único ni el principal factor, como señalan los mismos autores en la conclusión del trabajo citado (pg. 142): «*Specifically we argue that going-private is an attractive response to SOX for some firms. We reason that going-private is more likely to be efficient for those firms where the SOX - induced benefits to shareholders are small, and those firms where the net benefits of being public are small even prior to SOX*».

⁵⁸ Por ejemplo, el *Alternative Investment Market* (AIM) inició su actividad el 19 de junio de 1995 para facilitar la cotización de las acciones de pequeñas compañías y de compañías en fase de desarrollo que no pueden cumplir todos los requisitos exigidos por la *UK Listing Authority* para cotizar en el primer mercado o porque un régimen menos rígido en cuanto a requerimientos formales les puede resultar más apropiado. En España, con un objetivo parecido, se ha creado el Mercado Alternativo Bursátil (MaB), como sistema organizado de negociación autorizado por el Gobierno español y regulado por lo previsto en el artículo 31.4 de la Ley del Mercado de Valores, sujeto a la supervisión de la CNMV en su organización y funcionamiento. Este nuevo mercado se va a extender, en un futuro próximo, a valores de compañías pequeñas y medianas de reducida capitalización, cuyas acciones se ven afectadas en general por problemas de falta de liquidez y escasa visibilidad entre el público inversor, y que hasta ahora no se han planteado cotizar en el mercado por los costes y los requisitos que exigía para estar presentes en él, según se declara en la propia presentación del MaB (www.bolsasymercados.es/mab).

⁵⁹ Vid. C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 20, 2003-1, pgs. 67-109.

de creación de valor en una operación de *public to private*: el realineamiento de incentivos y la hipótesis del flujo de caja libre⁶⁰.

2.2.1. *El coste de controlar la administración de la compañía*

En estos casos, la fuente de valor está en el efecto que, normalmente, las operaciones de *public to private* tienen en la composición del accionariado. La presencia de un accionariado concentrado facilita el control sobre los administradores y reduce, por tanto, su coste.

La literatura comparada ha identificado reiteradamente este elemento como un factor de creación de valor⁶¹. Sin embargo, frente a esta conclusión tradicionalmente aceptada, se ha abierto paso una corriente doctrinal que la cuestiona⁶². Las razones de esta corriente crítica, a la que me sumo, son:

(i) La disminución de los costes de agencia en relación con los diferentes intereses entre *insiders* y *outsiders* mediante la toma de control de una sociedad por un grupo accionarial y su exclusión de cotización supone la aparición de otros costes de agencia implícitos en las relaciones entre los accionistas de control y los minoritarios⁶³. Obviamente, estos nuevos costes no surgen cuando la consecuencia de la operación sea la concentración de la totalidad del capital social en manos del grupo promotor de la operación y, por tanto, la exclusión de accionistas minoritarios de la sociedad.

(ii) La relevancia de la reducción de estos costes de control es mayor en mercados donde las sociedades cotizadas tienen una elevada dispersión accionarial. Sin embargo, es mucho menos relevante en países en los que el accionariado de las sociedades cotizadas presenta una alta concentración⁶⁴.

⁶⁰ Esta clasificación es utilizada por N. BAENA TOVAR, *Las exclusiones...*, op. cit. Se trata de una clasificación clásica en derecho comparado. Por todos, L. RENNEBOOG, T. SIMONS y M. WRIGHT, *Why do public firms...*, op. cit., pgs. 7-23.

⁶¹ K. WRUCK, *Equity, ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings*, *Journal of Financial Economics*, 23, pgs. 3-28; J. LERNER, *Venture capitalists and the oversight of private firms*, *Journal of finance*, 50 (4), pgs. 301-318.

⁶² L. RENNEBOOG, T. SIMONS y M. WRIGHT, *Why do public firms...*, op. cit., pg. 7.

⁶³ C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., pgs. 67-68.

⁶⁴ Las sociedades cotizadas de los mercados de valores de la Europa continental presentan un grado de concentración accionarial muy superior al de las sociedades cotizadas en Estados Unidos y en el Reino Unido. En concreto, en el Informe Anual 2006, sobre los mercados de valores y su actuación, de la CNMV (disponible en www.cnmv.es), se recoge en su anexo estadístico IV (pg. 319) el número de accionistas de las sociedades del IBEX-35, con indicación del número de accionistas con participaciones significativas. Los datos más significativos son que en

En este sentido, del análisis de la situación española se puede deducir con facilidad que el coste de control de los administradores no ha sido la causa de las operaciones de *public to private* efectuadas en España, ya que en la mayoría de los supuestos, las sociedades afectadas contaban con accionistas significativos con una importante presencia en el consejo de administración de la sociedad con anterioridad a la operación⁶⁵.

La conclusión es que la hipótesis analizada no permite asegurar ni su validez conceptual en todos los casos ni su relevancia cuantitativa. Se trata de un factor a considerar en sociedades con capital disperso⁶⁶, pero mucho menos relevante en sociedades que, con anterioridad a la operación de *public to private*, cuentan con accionistas significativos o de control. Y, aun en el caso de sociedades con accionariado disperso, deben compararse estos costes de agencia con los de gestión de los conflictos de intereses entre el grupo de accionistas control y los accionistas minoritarios. Dado que la concentración accionarial en las sociedades cotizadas es mayor en los países de la Europa continental que en Estados Unidos o el Reino Unido, esta hipótesis tiene mucha menos relevancia en relación con las operaciones de *public to private* ejecutadas en los primeros, entre los que se encuentra España.

10 de las 35 sociedades del IBEX-35, un accionista tiene un porcentaje superior al 50% en la sociedad y que en todas las sociedades del IBEX-35 existen accionistas significativos (es decir, con una participación superior al 5%). Es verdad, sin embargo que en muchos casos se trata de accionistas institucionales que no intervienen en la gestión social. Sin embargo, en más de la mitad (19 de 35) accionistas con más del 25 por ciento intervienen en la gestión y, con carácter general, tienen presencia en los órganos de administración de la sociedad cotizada. Los porcentajes comentados se incrementan en el caso de sociedades no pertenecientes al IBEX-35.

⁶⁵ Es el caso de las operaciones de *public to private* sobre AMADEUS, CORTEFIEL, RECOLETOS, la frustrada sobre ALDEASA por ciertos *private equities* y TELEPIZZA. Vid N. BAENA, *Las exclusiones...*, op. cit., pgs. 25-28.

⁶⁶ R. C. CLARK, *Corporate...*, op. cit., pg. 511: «*These include not only the cost incurred by outside investors and their advisers in evaluating financial and other reports about the company («monitoring» costs in the narrow sense), but also the occasional dramatic cost of derivative lawsuits and proxy fights. Of course, the controlling persons in a private company do have to monitor each other. And the history of the law concerning close corporations doesn't at all suggest that they will be immune from disputes and bitter litigation. The hope is that there will be a net reduction in total agency costs.*»

2.2.2. El realineamiento de incentivos e intereses

El realineamiento de incentivos e intereses entre gestores y accionistas es tradicionalmente identificado por la doctrina económica como una fuente de ahorro de costes. En efecto, en un estudio clásico, JENSEN y MECKLING⁶⁷, establecieron que un gestor cuya propiedad sobre la empresa es inferior al 100% tiene conflictos con el propietario (principal) puesto que existen beneficios privados que pueden ser obtenidos por el gestor en perjuicio del propietario. La conclusión para estos autores es que el realineamiento de intereses es un factor muy importante de cara a tomar la decisión de *going private*. Con este punto de partida, han sido numerosos los estudios econométricos que han apoyado y desmentido la correlación entre rentabilidad y alineamiento de la propiedad de la sociedad y su gestión⁶⁸.

Por otra parte, y con independencia de análisis económicos, buena parte de las medidas adoptadas en el ámbito del buen gobierno corporativo han ido dirigidas, precisamente, a conseguir el alineamiento de los objeti-

⁶⁷ M. C. JENSEN y W. H. HECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3, 1976, pgs. 305-360.

⁶⁸ C. L. APARICIO ROQUEIRO, *La relación entre el valor de la empresa y su estructura accionarial en España*, Monografía núm. 15 de la CNMV, disponible en www.cnmv.es, septiembre 2006, pg. 41: «En primer lugar, se ha comprobado la existencia de la relación entre valor y estructura accionarial». Además, el mismo autor, en la página 20 del citado trabajo, cita para el caso español a A. DE MIGUEL, J. PINDADO y C. DE LA TORRE, *Ownership structure and firm value: new evidence from Spain*, Strategic Management Journal, volumen 25, núm. 12, pgs. 1199-1207, señalando que «Sus resultados muestran que tanto la concentración de la propiedad como la propiedad de los directivos influyen sobre el valor de las compañías (...). En este documento se muestra que el aumento de concentración de la propiedad incrementa el valor de la compañía hasta un máximo situado en el 87% de las acciones, después del cual éste se va reduciendo debido a la capacidad de los accionistas mayoritarios para expropiar a los minoritarios. Cuando se analiza la relación entre valor y propiedad de los directivos, se muestra que existe un máximo local en el 35% de las acciones después del cual se obtiene un mínimo local en el 70%» (pg. 20). En contra de esta correlación: H. DEMSETY y K. LEHNN, *The Structure of corporate ownership: causes and consequences*, Journal of Political Economy 93, 1985, pgs. 1155-1177; D. PALLA, *The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: a solution*, Review of Financial Studies 14, 2001 pgs. 735-764.

vos e intereses de directivos y accionistas⁶⁹, lo que demuestra un convencimiento muy generalizado sobre su conveniencia.

Sin embargo, vuelve a ser un aspecto que debe ser matizado en supuestos como el español en que los consejos de administración cuentan con una fuerte presencia de consejeros dominicales, más importante incluso en términos cualitativos que cuantitativos, de cara a la toma de decisiones.

2.2.3. Hipótesis del flujo de caja libre

El flujo de caja libre es «el exceso de flujo de caja respecto al necesario para invertir en todos los proyectos que tienen un valor actual neto (VAN) positivo, una vez descontados los flujos a un coste de capital pertinentes»⁷⁰. Por ello, en industrias con fuerte generación de flujos de caja y bajas perspectivas de crecimiento, los gestores están incentivados –por su estructura de remuneración y el rendimiento de la empresa– a retener recursos y crecer por encima de su tamaño óptimo, lo que entra en conflicto directo con los intereses de los accionistas.

Según esta hipótesis, la ventaja de las operaciones de *public to private* está en el drenaje de liquidez que se produce como consecuencia del fuerte endeudamiento habitual en este tipo de operaciones o, al menos, en las que se estructuran como LBOs.

Sin embargo, como en anteriores ocasiones, no se trata de una hipótesis empíricamente contrastada que permita una explicación autónoma de

⁶⁹ Destacan entre estas medidas los contratos de incentivos y los planes de opciones sobre acciones (*stock options*) que, pese a las muchas críticas suscitadas, han sido instrumentos cuya génesis conceptual se centraba en el alineamiento entre los intereses de los directivos y de los accionistas (C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., pgs. 67 y ss.). A este respecto, la recomendación 15 del Informe Aldama señala lo siguiente: «Que la política de remuneración de los consejeros, cuya propuesta, evaluación y revisión debe atribuirse a la comisión de retribuciones, se ajuste a los criterios de moderación, relación con los rendimientos de la sociedad e información detallada e individualizada»; en un tono más matizado, vid. la justificación de la recomendación 36 del Código unificado de gobierno corporativo de la CNMV 22 de mayo de 2006.

⁷⁰ Tomado por N. BAENA TOVAR, *Las exclusiones...*, op. cit., pg. 14. En el mismo sentido, C. WEIR, D. LAING y M. WRIGHT, *Public to private takeovers and the market for corporate control*, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=484343>, pg. 4; y L. RENNEBOOG, T. SIMONS y M. WRIGHT, *Why do public firms...*, op. cit., pg. 8.

las operaciones de *public to private*. En efecto, no parece existir una correlación entre ambos factores como prueba el hecho de que no se hayan encontrado diferencias significativas en los volúmenes de flujo de caja libre de las entidades sobre las que se han realizado operaciones de *public to private*⁷¹ en comparación con las restantes sociedades que se han mantenido cotizadas.

La doctrina, especialmente la anglosajona, ha señalado otras manifestaciones de los problemas de agencia entre accionistas y gestores. Muchas de ellas no son sino variantes de los problemas hasta aquí expuestos. Entre ellas, aunque sin entidad suficiente tampoco para justificar, en sí mismas, la decisión de exclusión, cabe citar, por ejemplo, la ineficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo, que supuestamente reducen la valoración de la empresa por el mercado⁷² y, por ello, motivan la decisión de exclusión.

2.3. HIPÓTESIS DE LA INFRavalORACIÓN DE LAS ACCIONES DE LA SOCIEDAD AFECTADA EN EL MERCADO

Según esta hipótesis, las operaciones de *public to private* afectan a empresas en las que el precio de cotización no refleja el valor de sus activos. La diferencia entre el valor real de la empresa y su capitalización bursátil es la causa de la operación. La razón de esa infravaloración puede ser diversa: (i) el pequeño tamaño de la compañía y su escaso seguimiento por analistas e inversores institucionales supone, normalmente, una falta

⁷¹ C. WEIR, D. LAING, M. WRIGHT, A. BURROWS, *Financial distress costs, Incentive Realignment, Private Equity and the decision to Go Private: Public to Private Activity in the UK*, mayo de 2004, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=546042>, pg. 13.

⁷² La ausencia de una correlación entre la utilización de instrumentos de buen gobierno corporativo ineficaces y la escasa valoración de las sociedades cotizadas no ha sido demostrada empíricamente. Sin embargo, tanto las encuestas a inversores como los estudios econométricos disponibles confirman en términos «estadísticamente significativos que las reglas de buen gobierno voluntariamente asumidas determinan un incremento del valor de la empresa —o lo que es lo mismo, del valor de la acción— y, por tanto, una reducción de su coste de capital. La conjetura de que el gobierno corporativo paga queda así corroborada». C. PAZ-ARES, *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*, Revista de Derecho Mercantil, núm. 251. Enero-marzo 2004, pgs. 7-65 (pg. 27).

de liquidez que redundaría en su baja valoración por el mercado⁷³; (ii) la situación general del mercado bursátil en determinadas coyunturas⁷⁴; o (iii) el fenómeno patológico de la asimetría informativa, según el cual los directivos de la compañía cotizada tienen un nivel de información superior al mercado, lo que les permitirá pagar un precio superior y apropiarse de parte de dicho valor⁷⁵.

En el otro extremo, algunos autores⁷⁶ han llegado a referirse a una manipulación del mercado por parte de los directivos de la sociedad afectada con carácter previo a la realización de la operación, lo que supone una clara vulneración de la normativa del mercado de valores de aplicación general en los países con sistemas desarrollados de protección de inversores y del mercado⁷⁷ y que no puede constituir, en mi opinión, una

⁷³ L. RENNEBOOG, T. SIMONS y M. WRIGHT, *Why do public firms...*, op. cit., pgs. 9-10.

⁷⁴ E. KAMAR, P. KARACA-MANDIC y E. TALLEY, *Going private...*, op. cit., pgs. 18-19.

⁷⁵ Esta posible hipótesis, puesta de manifiesto, por ejemplo, por L. RENNEBOOG, T. SIMONS y M. WRIGHT, *Why do public firms...*, op. cit., pg. 10, puede suponer, en determinados supuestos, el incumplimiento del artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores que obliga a las sociedades cotizadas a hacer pública al mercado, de forma inmediata, toda aquella información cuyo conocimiento puede afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores y, por tanto, puede influir de forma sensible en su cotización. Por su parte, el artículo 81.1 Ley del Mercado de Valores se refiere a la información privilegiada como aquella «de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación». Las obligaciones en relación con la información relevante son su inmediata comunicación al mercado y, en relación con la información privilegiada, el mantenimiento de la confidencialidad y la no utilización de dicha información para la realización de operaciones sobre los valores afectados, ni sobre la realización de la operación misma en que consiste la información privilegiada. Por tanto, ni los directivos podrían disponer de la primera ni utilizar la segunda sin infringir la normativa sobre el mercado de valores.

⁷⁶ L. LOWENSTEIN, *Management buyouts*, Columbia Law Review 85, pgs. 730-784; F. P. SCHADLER y J. E. KARNES, *The unethical of shareholders in management buyout transactions*, Journal of Business Ethics 9, pgs. 595-602.

⁷⁷ Por ejemplo, en España, la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo, en transposición de la normativa comunitaria, han establecido un complejo sistema de garantías para los inversores que, en lo que afecta a la información relevante y privilegiada, se encuentra regulada en los arts. 78 a 83 quarter (modifi-

hipótesis de conducta que causalice la realización de este tipo de operaciones, tanto por constituir una práctica ilegal que no debe presumirse y, por tanto, una excepción a su conducta, como porque no ha sido posible encontrar una correlación entre la actuación de los directivos previa a un *buy-out* y su participación como promotores (líderes, o no) en la operación⁷⁸.

Lo que sí parece evidente es que la infravaloración de la sociedad objetivo, cualquiera que sea su causa, influye en la decisión de exclusión, aunque por sí sola tampoco resulte suficiente, ya que dicha situación per-

cados por la Ley Financiera). En ellos, no sólo se define la información relevante y privilegiada sino que se establecen las obligaciones de actuación en relación con ellas. Igualmente, se tipifica la manipulación del mercado (artículo 83 ter). En el Capítulo II del Título VIII se desarrollan, por su parte, las infracciones y sanciones en que se pueden incurrir por la infracción, entre otros, de estas normas de conducta. En la fecha en que se escriben estas líneas, la CNMV ha publicado un primer borrador de Iniciativa contra el abuso de mercado, que fue sometido a información pública (disponible en www.cnmv.es).

⁷⁸ Ha podido ser demostrado que es habitual que con anterioridad al anuncio de una oferta pública de adquisición de acciones se produzca un comportamiento anormal en la cotización de las acciones. El estudio elaborado por M^a. V. VILLANUEVA FRESÁN, *Análisis de los movimientos en los precios previos a los anuncios de OPA*, Monografía núm. 23 de la CNMV, julio de 2007 (disponible en www.cnmv.es) se centra en los movimientos de los precios de las empresas opadas en sesiones previas al anuncio de la OPA, siguiendo el modelo utilizado por B. DUBOW y N. MONTEIRO, *Measuring market cleanliness*, FSA Occasional Paper, 2006, para concluir, entre otras cosas, que «como consecuencia de los cambios producidos en el seguimiento contra el uso de información privilegiada, parece que hay evidencia que demuestra un retraso en el uso de información no pública previo a una noticia de OPA. Esto puede deberse a que, por una parte, un agente con información no pública ha cambiado su forma de actuación en los últimos años retrasando el uso de esta información, o que, por otra parte, los agentes obtienen la información no pública cada vez más tarde» (pg. 46). Este análisis permite expresar una hipótesis en sentido negativo ya que no existen estadísticamente movimientos negativos inmediatamente anteriores al anuncio de una oferta que pudieran estar influidos por la actuación de los administradores. Por lo que se refiere a las medidas que, algunos autores sugieren, habrían servido para «deprimir» la cotización de las acciones con anterioridad a la realización de la operación, no parece una conclusión definitiva, ya que:

(i) No se han encontrado evidencias empíricas (L. DE ANGELO, *Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders*, *The Accounting Review* 61, pgs. 400-420);

(ii) Se trataría de una infracción de los deberes de lealtad (ex artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas) que, incluso podría merecer una sanción penal;

y (iii) no garantiza el éxito de la oferta como consecuencia de la posible presentación de ofertas competidoras (ex artículo 46 del Real Decreto 1066/2007).

mite justificar la compra de la sociedad, pero no su exclusión de cotización.

2.4. LA HIPÓTESIS DE LA TRANSFERENCIA DE RIQUEZA

La realización de una operación de *public to private* debe justificarse sobre la base de un incremento de valor. Una fuente de valor identificada es la transferencia de riqueza desde alguno de los *stakeholders* a los accionistas, siendo el supuesto más estudiado el de la transferencia de valor de bonistas a accionistas. Se trata de un efecto que no es propio de toda operación de *public to private* sino de los LBOs (o MBOs) que afectan a sociedades cotizadas y se basa en el incremento significativo del endeudamiento de la sociedad objetivo⁷⁹ consecuencia de la operación.

Los tres mecanismos para la transferencia de riqueza de bonistas a accionistas, identificados por la doctrina, son⁸⁰: (i) incremento inesperado en los riesgos asumidos en los proyectos, (ii) aumento en el importe de los dividendos y (iii) emisión inesperada de deuda de igual o superior rango.

La adopción de las dos primeras decisiones supone, respectivamente, un aumento del riesgo y una pérdida de liquidez. Ambas pueden conllevar problemas transitorios de tesorería. La tercera tiene un doble efecto: por un lado, mejora de la posición de los accionistas puesto que supondrá, normalmente, una mayor rentabilidad de su capital pero, por otro, el deterioro de la situación de los bonistas u obligacionistas consecuencia de la modificación de la estructura del pasivo de la sociedad con un aumento en su ratio de endeudamiento.

⁷⁹ Para un análisis de las distintas alternativas para la estructuración de un LBO, se puede consultar: L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 3, 1994; C. PAZ-ARES y A. PERDICES HUETOS, *Los negocios sobre las propias acciones*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, volumen 2^o.B, Ed. Civitas, 2003; C. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones en el Reino Unido*, en la Revista de Derecho de los Negocios, núm. 73, octubre 1996.

⁸⁰ L. RENNEBOOG, T. SIMONS y M. WRIGHT, *Why do public firms...*, op. cit., pgs. 10-11; en España, N. BAENA TOVAR, *Las exclusiones...*, op. cit., pgs. 14-15.

Se trata, sin embargo, de un supuesto muy poco frecuente en la práctica, ya que los acreedores financieros y los bonistas cuentan, normalmente, con contratos o programas de emisión en los que se protege su posición mediante instrumentos como el establecimiento de obligaciones de hacer y no hacer o la obligación de cumplimiento de ratios. Además, los LBOs suponen, en la mayor parte de los supuestos, la refinanciación completa de la deuda del «nuevo grupo», tanto de la sociedad objetivo como de la sociedad adquirente⁸¹, por lo que no existirá transferencia entre bonistas y accionistas como consecuencia de la operación, ya que los primeros se desvincularán de la sociedad con ocasión de la amortización de su deuda en el marco de la operación misma.

Además, el empeoramiento de la situación de los bonistas o acreedores anteriores a la operación debe considerarse en términos netos. En efecto, en muchas ocasiones un mayor endeudamiento no supone, en realidad, un desplazamiento de valor hacia los accionistas en perjuicio de los bonistas, sino desde otros *stakeholders*, como puede ser la Hacienda Pública.

Sin embargo, no hay evidencia empírica que permita defender, con carácter general⁸², la correlación entre un LBO y pérdidas significativas para los bonistas o deudores anteriores a la operación y, por tanto, no puede concluirse que éste sea un incentivo que determine la decisión de los accionistas de llevar a cabo este tipo de operaciones.

2.5. DEFENSA ANTI-OPA

La realización de un LBO o de un MBO seguido de la exclusión de cotización puede ser una defensa anti-OPA, bien para evitar la formulación de una oferta hostil (una sociedad que se encuentra en situación de ser

⁸¹ Parte de la doctrina ha señalado, en ocasiones, otros argumentos como que los *buyouts* en los que participan *insiders* son percibidos de forma positiva por los mercados e «interpretado como un aumento de la capacidad para atender la deuda» (N. BAENA, *Las exclusiones...*, op. cit., pg. 15).

⁸² En este sentido, L. RENNEBOOG, T. SIMONS y M. WRIGHT, *Why do public firms...*, op. cit., pgs. 10-11; P. ASQUITH y T. A. WIZMANN, *Even risk, covenants and bondholders returns in leveraged buyouts*, *Journal of Financial Economics* 27, pgs. 195-213 (sólo perciben un desplazamiento en los bonistas que no tienen un convenio adecuado); L. MARAIS, K. SCHIPPER y A. SMITH, *Wealth effects of going private for senior securities*, *Journal of Financial Economics* 23, pgs. 155-191.

objeto de una OPA hostil por cualquier razón de índole económica o financiera la evita, preventivamente, mediante la exclusión de su cotización en Bolsa) o bien como defensa frente a una OPA hostil ya presentada (en este caso, la operación de LBO o MBO se instrumentará mediante una oferta competidora⁸³).

El primer caso resulta obvio: la garantía de continuidad en los planes de negocio estratégicos de una sociedad puede justificar la exclusión de cotización, cuando se vea amenazada por potenciales oferentes que podrían querer modificarlos.

En cuanto al segundo caso, constituye una medida defensiva⁸⁴ que puede ser adoptada por los administradores de la sociedad —la única— sin la aprobación de la junta general de accionistas.

Por otra parte, en relación con ambos supuestos, en la medida en que la operación tenga su origen en una oferta pública de adquisición de acciones presentada con la intervención de los administradores o gestores de la sociedad, será necesario analizar la concurrencia de un potencial conflicto de intereses de éstos, cuyo tratamiento jurídico es abordado más adelante en este trabajo⁸⁵.

⁸³ En relación con las ofertas públicas de adquisición de acciones, la normativa ha sido modificada por la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores (en transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004) y por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Dado lo reciente de la entrada en vigor de dicha normativa, no existen estudios doctrinales que la hayan analizado en detalle.

Para un estudio de conjunto de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición de acciones ahora derogada, vid. F. VIVES, *Ofertas públicas de adquisición de valores: Régimen jurídico y modalidades*, en AA VV F. VIVES y J. PÉREZ-ARDA (coords.), «La sociedad cotizada», op. cit., pgs. 605-727.

⁸⁴ El artículo 60 bis de la Ley del Mercado de Valores y los artículos 28 y 29 del Real Decreto 1066/2007 regulan los deberes del consejo de administración de la sociedad afectada ante una oferta de adquisición de acciones. En concreto, el artículo 28 del citado Real Decreto establece el deber de pasividad del consejo y la obligación de que cualquier actuación que pueda impedir la oferta, con la excepción de la búsqueda de ofertas competidoras, sea sometida a la decisión de la junta general de accionistas.

⁸⁵ Para un estudio de detalle sobre las obligaciones de los administradores derivados de sus deberes de diligencia y lealtad en los artículos 127 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas, vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *Observaciones preliminares al proyecto de modificación del régimen de sociedades cotizadas y de las*

La determinación cuantitativa de la creación de valor para los accionistas dependerá, como es lógico, del precio al que las ofertas se presenten, estando en el supuesto de que se trate de una oferta competidora, condicionada por el precio ofrecido por el oferente que hubiera presentado la primera oferta.

2.6. INCENTIVOS FISCALES

Otro de los factores habitualmente citados para justificar una operación de *public to private* es el desplazamiento o transferencia de riqueza que puede producirse entre la Hacienda Pública y los accionistas.

La ejecución de operaciones de *public to private* en España mediante LBOs (o MBOs) conlleva distintos efectos financieros con impacto fiscal. En primer lugar, se sustituyen recursos propios por ajenos como fuente de financiación. El aprovechamiento fiscal de los costes de la nueva financiación se consigue mediante la consolidación fiscal entre la sociedad objetivo y la adquirente, o mediante la integración de la sociedad adquirente con la sociedad objetivo, ya sea total (fusión) o parcial (mediante la integración de alguno de los negocios a través de una operación de escisión o de aportación de rama de actividad)⁸⁶. Por otro lado, la operación se suele estructurar mediante la utilización de un vehículo que, al fusionarse con la sociedad objetivo, pueda dar lugar a la afloración de un fondo de comercio contable con un tratamiento fiscal favorable aun sin requerir de amortización contable.

Por ejemplo, en el régimen legal español, en la medida en que los intereses de la financiación sean gasto contable, serán fiscalmente deducibles con la sola excepción de aquellos supuestos en que sea aplicable la regla de subcapitalización prevista en el artículo 20 del Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades para el caso de que la financia-

anónimas en general, tras el informe Aldama, en Revista de Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, núm. 20/2003 1, pgs. 27-50; J. QUIJANO GONZÁLEZ y V. MAMBRI-LLA RIVERA, *Los deberes de diligencia y lealtad. En particular, los conflictos de interés y las operaciones vinculadas*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., volumen II, pgs. 915-990 (pgs. 946-971).

⁸⁶ Ver en este sentido, N. BAENA TOVAR, *Las exclusiones...*, op. cit., pg. 13. S. N. KAPLAN, *Management buyouts: evidence on taxes as a source of value*, Journal of Finance 44, pgs. 611-632.

ción se obtenga de una entidad no residente en España con la que la entidad financiada esté vinculada a efectos fiscales.

Por otra parte, el fondo de comercio asociado a la adquisición no será aprovechable fiscalmente, salvo:

(i) Que se trate de la adquisición de más de un 5% de una sociedad extranjera que cumpla determinados requisitos (artículo 12.5 del Texto Refundido de la Ley del IS), en cuyo caso, será deducible fiscalmente un 5% anual. Según la interpretación de las autoridades fiscales españolas, este beneficio es de carácter temporal.

(ii) Que se fusionen la compañía adquirente y la adquirida aplicando el régimen de neutralidad fiscal y se cumplan determinados requisitos que impidan un doble aprovechamiento del beneficio en el adquirente y el transmitente. En tal caso, se podrá deducir un 5% anual de dicho fondo de comercio.

Los dividendos distribuidos por la sociedad adquirida a la sociedad adquirente podrán beneficiarse de la deducción por doble imposición al 100%, cumpliendo los requisitos necesarios para ello (básicamente, tenencia de un 5% al menos un año). En caso de sociedades extranjeras, tanto los dividendos distribuidos como las plusvalías obtenidas pueden quedar exentos en España cumpliendo ciertas condiciones (artículo 21 del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades).

Existen otras estructuras de adquisición que responden a condicionantes específicos y cuyo régimen fiscal depende de las circunstancias de cada caso (realización de escisiones previas del negocio a adquirir, posibilidad de ejecución de fusiones inversas, etc.).

Sin embargo, los efectos fiscales descritos no son netos. Para analizar el incentivo fiscal en la estructura de financiación de la sociedad y, sobre todo, su capacidad de convertirse en fundamento para una operación de *public to private*, será necesario considerar, igualmente, el coste de los impuestos directos e indirectos de la ejecución de la transacción⁸⁷.

⁸⁷ En el diseño de este tipo de operaciones resulta esencial el tratamiento fiscal de cada una de las alternativas.

En tal sentido, instituciones como la consolidación fiscal, el tratamiento de las plusvalías consecuencia de la enajenación de la participación adquirida en el impuesto personal de los socios, la deducibilidad fiscal de los intereses de la deuda de adquisición o la tributación efectiva de los dividendos son factores esenciales.

Las principales implicaciones fiscales de los LBO's dependen de la estructura de adquisición utilizada, pudiendo distinguirse entre la adquisición directa de activos y pasivos y, lo más habitual, la adquisición de las acciones o participaciones sociales de la sociedad objeto.

En la adquisición directa de activos y pasivos, la sociedad transmitente tributa

3. Conclusiones

Las principales conclusiones que se pueden extraer de los diversos estudios sobre la fundamentación económica de las operaciones de *public to private*, son:

al tipo general en el Impuesto sobre Sociedades (IS) por la plusvalía obtenida (con la posibilidad de compensarla con bases impositivas negativas-BINs de ejercicios anteriores), si bien existe la posibilidad de aplicar la deducción por reinversión (para activos aptos), reduciendo la tributación al 18%, y la corrección monetaria (para inmuebles).

La sociedad adquirente (cuyas aportaciones al capital y prima recibidas de sus socios tributarán al 1% por el Impuesto sobre Operaciones Societarias-OS) incrementará la base amortizable de los activos del negocio adquirido a título oneroso si la sociedad transmitente no es vinculada. Igualmente, los intereses de la financiación serán deducibles para esta entidad, aunque no podrá aprovechar los créditos fiscales existentes en la sociedad transmitente.

Por lo que se refiere a la imposición indirecta, la transmisión estará sujeta y no exenta del IVA (aunque se deberá analizar la naturaleza de cada uno de los elementos transmitidos), excepto si el negocio traspasado constituye la totalidad del patrimonio empresarial y la sociedad adquirente continúa el ejercicio de tal negocio (en tal caso, se aplicará el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales-ITP-al 6/7%, a cargo del comprador). Los inmuebles podrían quedar sujetos a ITP, salvo aplicación de la renuncia a la exención en IVA. Igualmente, se aplicará el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados en la escritura pública que documente la operación si la misma es inscribible en un Registro y no ha estado sujeta a otra modalidad del impuesto.

La transmisión de inmuebles estará sujeta al Impuesto local sobre el Incremento de Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana.

En caso de adquisición de las acciones de la sociedad objetivo, los socios transmitentes personas jurídicas residentes en España tributarán por la plusvalía obtenida al tipo general del IS, con posibilidad de aplicación de la deducción por reinversión y de la deducción por doble imposición por los beneficios no distribuidos durante el período de tenencia de su participación. Si se trata de personas físicas, como regla general, tributarán por la plusvalía al 18%, sin perjuicio de la aplicación de regímenes transitorios por antigüedad de las participaciones.

La sociedad adquirente (con tributación por OS al 1% por aportaciones al capital y prima) no podrá revalorizar los activos de la sociedad adquirida ni aprovechar sus créditos fiscales (que se mantienen en la misma), salvo que se fusione con esta última. Existe un régimen de neutralidad fiscal para realizar esta operación que exige el cumplimiento de determinados requisitos, destacando la existencia de motivos económicos válidos diferentes de los fiscales para proceder a su realización.

Igualmente, podrá compensar los gastos financieros con los beneficios de dicha sociedad si (i) ambas sociedades se fusionan, como se ha expuesto, o si (ii) consolidan fiscalmente (siendo necesario para ello adquirir más de un 75% de la sociedad adquirida). No se permite la consolidación con sociedades no residentes en España, por lo que tanto la sociedad adquirente como la objetivo deberán ser españolas.

Para un estudio en detalle, vid. C. BENITEZ CASTELAR, *Aspectos fiscales de las operaciones*, J. M. ALVAREZ ARJONA (dir.), «Capital Riesgo (Private Equity)», Ed. Aranzadi, 2006, pgs. 695-715.

(i) No parece posible identificar una causa única de las operaciones de exclusión de negociación de sociedades cotizadas.

(ii) En concreto, discrepo de la opinión, expuesta mayoritariamente por la doctrina anglosajona, de que los costes asociados a la negociación de las acciones en la Bolsa de Valores pueda ser la única causa de las operaciones de *public to private*.

(iii) Dichos costes son, sin embargo, un aspecto a considerar para la adopción de dicha decisión, que debe sumarse a otros factores tales como los costes de controlar la administración de la sociedad afectada, la necesidad de realinear los incentivos e intereses entre los gestores o administradores y accionistas, la hipótesis de flujos de caja libres, la infravaloración de las acciones de las sociedades en el mercado, la transferencia de riqueza entre interesados en la sociedad y los incentivos fiscales inherentes a este tipo de operaciones.

(iv) La importancia de cada uno de los factores respecto de una concreta operación dependerá de la situación de la sociedad y la estructura y composición de su accionariado.

(v) Finalmente, estas operaciones no pueden explicarse sin un análisis de la situación general del mercado de valores de renta variable y del de renta fija ya que, finalmente, se trata, fundamentalmente, de valorar la eficiencia económica de la sustitución entre fuentes de financiación.

LA EJECUCIÓN DE UNA OPERACIÓN DE *PUBLIC TO PRIVATE*

1. Planteamiento

El proceso de ejecución de una operación de *public to private* está condicionado por su objetivo último: la exclusión de negociación de las acciones de la sociedad objetivo. Dicho proceso requiere, normalmente, la formulación de una oferta pública de adquisición sobre las acciones de la sociedad cotizada.

Sin embargo, dicho proceso no tiene, ni en derecho comparado ni en nuestro ordenamiento jurídico, un significado unívoco¹. En efecto, no hay una única forma de articular estas operaciones para conseguir su objetivo final: la exclusión de negociación. La diversidad de alternativas para su ejecución se ha enriquecido, además, con la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores resultado de la transposición 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 denominada «Direc-

¹ Vid. A. L. BOONE y J. H. MULHERIN, *How are firms sold?* Working Paper College of William and Mary, 2003, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=642306>; C. WEIR, D. LAING y M. WRIGHT, *Public to private takeovers and market for corporate control*, citando a A. L. BOONE y J. M. MULHERIN, identifican «five step sale process consisting of an initiation event, contact with potential buyers, signing confidentiality agreements, private bidding and finally public bidding. They recognize that the initiation can come from either the seller or buyer. This process is similar to that which occurs in the UK. However, as far as we are aware, there is no publicly available information about step four, private bidding. It is therefore not possible to use official documents to assess the extent of activity auction process implies an agreement between buyer and seller about the conduct of a bid. Unlike in the US, this is very uncommon in the UK, Freshfields Bruckhaus Deringer (2002)» (pg. 14).

tiva de OPAs»²). En ella, el sistema de OPA obligatoria total y a posteriori coexiste con el de OPA obligatoria en caso de exclusión de cotización y con el de una OPA voluntaria que, a su vez, admitirá muy diversas alternativas de estructuración³.

En concreto, la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores (la «Ley 6/2007») y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el «Real Decreto 1066/2007»), que deroga el Real Decreto 1197/1991⁴, permiten clasificar las OPAs en:

² En relación con las características definidas por la Directiva 2004/25/CE para la oferta pública de adquisición obligatoria, vid. L. DE CARLOS BERTRÁN y C. DE CÁRDENAS SMITH, *Directiva de OPAs*, en AAVV, «Estudios sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos», tomo II, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, 2004, pgs. 231-265 (pgs. 233-238); J. M. BENEYTO y J. PUENTE, *Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado*, en la obra *El Espacio Financiero Único en la Unión Europea. Los Mercados de Valores*, AAVV, J. M. BENEYTO y A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA (dirs.), Fundación ICO, Ed. Marcial Pons, 2005, pgs. 527-563 (pgs. 552-563).

³ La Ley del Mercado de Valores, en su redacción dada por la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, regula las OPAs obligatorias en sus artículos 34, 60, 60 bis, 60 ter y 60 quater, mientras que las OPAs voluntarias se regulan en su artículo 61. Estas últimas «estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este capítulo (las obligatorias) y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferior al total».

⁴ Fueron muchos los estudios doctrinales generales que se efectuaron sobre la normativa española de ofertas públicas de adquisición de valores derogada por la Ley 6/2007, de 12 de abril, y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio. Merecen citarse: (i) Anteriores al Real Decreto 1197/1991: J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1981, pgs. 753 y ss.; *La exclusión de la cotización oficial: primeras impresiones sobre su nuevo régimen*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1982, pgs. 329 y ss.; *La oferta pública de adquisición (OPA)*, Bolsa de Madrid, 1980; *La oferta pública de adquisición. Génesis, alcance, contenido y problemas de la normativa vigente*, Papeles de Economía Española, 1988, pgs. 113 y ss.; *El control de las OPAs en la CEE, comentarios al proyecto de directiva*, en AAVV, «OPAs: La conquista del poder en la empresa», Instituto de Empresa, Madrid, 1989, pgs. 255 y ss.; A. F. LÓPEZ ANTON, *Ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios y su celebración fuera de plazo (algunas consideraciones sobre su régimen legal en*

derecho español), Revista de Derecho Mercantil, 1985, pgs. 203 y ss.; A. J. TAPIA HERMIDA, *Las enmiendas de la propuesta de Directiva de OPAs limitan la capacidad defensiva de las sociedades afectadas*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1990, pgs. 997 y ss.; J. W. IBAÑEZ JIMÉNEZ, *Las ofertas públicas de adquisición de valores*, en E. BELTRÁN SÁNCHEZ y M^o L. APARICIO GONZÁLEZ (dir.), «Casos prácticos de Derecho mercantil», Ed. Civitas, Madrid, 1999, pgs. 307-336; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y A. J. TAPIA HERMIDA, *Propuesta de Directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, Noticias CEE, 1990, pgs. 25 y ss.; F. SÁNCHEZ CALERO, *Aprobación de la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, número 94, abril-junio 2004, pgs. 237 y ss.; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sobre la caracterización y régimen de las llamadas OPAs simultáneas*, La Ley, 28 de mayo de 1990, pgs. 1 y ss.; J. M. GONDRA ROMERO y A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *La viabilidad jurídica de la OPA formulada por el Banco de Bilbao a los accionistas del Banco Español de Crédito*, en AAVV, «La OPA del Banco de Bilbao: Documentos y dictámenes jurídicos», Madrid, 1987, pgs. 97 y ss.; J. L. GARCÍA-PITA LASTRES, *Oferta pública de adquisición y procesos de fusión de sociedades en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1991, pgs. 147 y ss.; J. M. EMBID IRUJO, *Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-OPA*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1990, pgs. 535 y ss.; L. M. CAZORLA PRIETO, *El control de una sociedad a través de la adquisición de pequeños paquetes en Bolsa*, en AAVV, «OPAs: La conquista del poder en las empresas», Instituto de Empresa, Madrid, 1989, pgs. 95 y ss.; B. ARRUIÑADA, *Control y regulación de la sociedad anónima*, Alianza Editorial, 1990. (ii) Posteriores al Real Decreto 1197/1991. A. ALONSO UREBA, *Incidencia en el régimen sobre ofertas públicas de adquisición del derecho comunitario sobre control de operaciones de concentración*, en AAVV, «La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición», Ediciones Deusto, 1992, pgs. 259 y ss.; F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991*, vols. I y II, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1993; G. ARRANZ PUMAR y R. MINGUEZ PRIETO, *La nueva normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs)*, ICE, 13 a 17 de octubre de 1991, pgs. 3133 y ss.; *El proyecto de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición. Un enfoque comparado*, en AAVV, «La lucha por el control...», op. cit., pgs. 67 y ss.; B. ARRUIÑADA, *Crítica a la regulación de las OPAs*, Revista de Derecho Mercantil, 1992, pgs. 29 y ss.; A. BOTELLA, *Descripción general del procedimiento y aspectos financieros de la oferta pública de adquisición*, en AAVV, «La lucha por el control...», op. cit., pgs. 167 y ss.; C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Civitas, 1993; L. DE CARLOS BERTRÁN y C. DE CÁRDENAS SMITH, *Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1992, pgs. 523 y ss.; J. M. EMBID IRUJO, *Garantías exigidas al oferente en la nueva regulación de las OPAs (Análisis del artículo 11 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio)*, en AAVV, «Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells», tomo I, La Ley, 1994, pgs. 695 y ss.; L. FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, *Oferta pública de adquisición y fusión de sociedades*, Revista de Derecho de Sociedades, 1994, pgs. 242 y ss.; *Suspensión de los derechos políticos de las acciones adquiridas sin promover OPA*, Revista de Derecho de Sociedades, 1994, pgs. 256 ss.; J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *La OPA obligatoria*, Ed.

- (i) OPAS obligatorias:⁵
 - a) Por toma de control directo, indirecto o sobrevenido.
 - b) Por exclusión de negociación.
 - c) Por adquisición de acciones propias para su amortización.
- (ii) OPAS voluntarias.

A su vez, los pasos necesarios para la presentación de una OPA deben analizarse en tres momentos distintos: (a) antes de la presentación de la

Civitas, 1996; *Mercado de Control, Medidas Defensivas y Ofertas Competidoras. Estudios sobre OPAS*, Civitas, 1999; *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Civitas, Madrid, 2002; J. M. GARRIDO GARCÍA, *Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: La experiencia anglosajona*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 49, 1991, pgs. 335 y ss.; J. GUITARD MARÍN, *Principales innovaciones en el régimen jurídico de las OPAs establecidas por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio*, Derecho de los Negocios, 1991, pgs. 1 y ss.; A. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, *Los supuestos excluidos de las Ofertas Públicas de Adquisición*, en AAVV «Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells», AAVV, tomo II, La Ley, 1994, pgs. 1323 y ss.; J. M. OTERO LASTRES, *La oferta pública de adquisición de acciones de sociedades anónimas no cotizadas en Bolsa*, en AAVV, «Adquisición de sociedades no cotizadas», Ed. Deusto, 1994, pgs. 208 y ss.; M. PRAT, *El uso ilegal de la información privilegiada en las OPAS de acciones*, Ed. Deusto, 1990; A. ROJO, *Las ofertas públicas de adquisición de valores en el derecho español*, BBTC, 1994; A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias ordinarias*, Ed. J. M. Bosch, 2000; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española*, en AAVV, «La lucha por el control...», op. cit., pgs. 3 y ss.; *Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAs estando en curso otra oferta pública*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1992, pgs. 935 y ss.; *Ofertas públicas de adquisición y defensa de la competencia*, en AAVV, «Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al profesor Manuel Broseta Pont», tomo III, Ed. Tirant lo Blanch, 1995, pgs. 3.371 y ss.; A. J. TAPIA HERMIDA, *El nuevo régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1991, pgs. 835 y ss.; *Regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores en el ordenamiento jurídico español*, en MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO (dir.), «Manual de fusiones y adquisiciones de empresas», Ed. McGraw-Hill, Madrid, 1993, pgs. 213 y ss.; E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, modificación y cese de ofertas de la OPA (Estudio del capítulo III del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores)*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1994, pgs. 871 y ss.; J. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, *El régimen español de la OPA: análisis del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio y La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1197/1991*, en AAVV, «La lucha por el control...», op. cit., pgs. 91 y ss.; *Propuesta de Decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1996, pgs. 695 y ss.; *Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de ofertas públicas de adquisición de valores*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, 2002, vol. III, pgs. 3031 y ss.

⁵ La nueva regulación no ha mantenido la OPA obligatoria por modificación de estatutos sociales. Esta modalidad estaba regulada en el artículo 5 del Real

oferta, (b) durante la tramitación y el desarrollo de la oferta, y (c) después de finalizada y liquidada la misma. A continuación se desarrolla, brevemente el contenido de las tres fases.

2. Fase anterior a la presentación de la oferta

En esta fase cabe diferenciar diferentes procesos:

(i) Obtención de la información sobre la sociedad afectada⁶ que podrá ser facilitada en base a la solicitud específica de un potencial oferente o, incluso, en el marco de un proceso competido entre distintos oferentes que puede desarrollarse con anterioridad o posterioridad a la presentación de la oferta inicial. El proceso de entrega de información sobre la sociedad afectada y su grupo puede ser organizado por la propia sociedad o por alguno o un conjunto de sus accionistas significativos⁷ o de control en colaboración con la propia sociedad cotizada.

(ii) Acuerdos con la sociedad afectada⁸ o con uno o varios accionistas significativos o de control que permitan al oferente un resarcimiento de los gastos⁹ en que incurra en la operación o que le aseguren o faciliten el éxito de la oferta.

(iii) Diseño de la operación mediante la elección de la modalidad de oferta que resulte más adecuada al supuesto concreto: oferta pública de adquisición dirigida a la exclusión de negociación de la sociedad afectada,

Decreto 1197/1991. Para un comentario doctrinal sobre su régimen jurídico, vid. J. L. GARCÍA-PITA, *Artículo 5.- Oferta pública de adquisición en caso de modificación de estatutos*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 103-147; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *OPA, fusión y modificación de estatutos: aproximación al tema en derecho europeo, comparado y español*, en AAVV, «Pacis Artes: Obra homenaje al profesor Julio D. González Campos», Editorial Eurolex, tomo II, 2005, pgs. 2067-2092; F. VIVES, *Ofertas públicas de adquisición...*, op. cit., pgs. 643-647.

⁶ Esta posibilidad tiene una especial relevancia en los supuestos en los que el promotor es una entidad de *private equity*. Vid. AAVV *Public to private transactions*, EVCA Tax & Legal Committee Paper, editado por SJ Berwin, 2001, pg. 7.

⁷ El artículo 23 del Real Decreto 1362/2007 considera participación significativa aquella que supera el 3% de los derechos de voto de una sociedad cotizada. Hasta la entrada en vigor de dicha norma, el umbral se fijaba en el 5%. Para un comentario sobre el régimen derogado, vid. M. M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Régimen jurídico de la información y la transparencia*, AA VV, F. VIVES y J. PÉREZ-ARDÁ (coords.), «La sociedad cotizada», op. cit., pgs. 731-784 (pgs. 769-770).

⁸ «We therefore use irrevocable commitments as an alternative measures of non-public activities in relation to the decision to take a firm private», C. WEIR, D. LAING y M. WRIGHT, *Public to private...*, op. cit., pg. 14.

⁹ En relación con la importancia de los acuerdos de compensación de gastos en estas operaciones, vid. AAVV *Public to private transactions*, EVCA Tax & Legal Committee Paper, editado por SJ Berwin, 2001, pg. 7.

oferta obligatoria o voluntaria que, de acuerdo con el régimen jurídico aplicable, vaya seguida de la exclusión de negociación, utilización de procedimientos alternativos a la OPA de exclusión, o el ejercicio del derecho a la venta forzosa.

3. Fase de anuncio y solicitud de presentación de la oferta

Durante esta fase el régimen jurídico aplicable a una operación de *public to private* presenta caracteres comunes a los de cualquier otra oferta pública de adquisición de valores.

Es decir, desde el momento en que se anuncia la oferta y se presenta ante la CNMV (incluyendo la presentación y registro de un folleto explicativo) hasta que se liquida la misma, el procedimiento aplicable a las operaciones que persiguen la exclusión de cotización es, con muy ligeras variantes, común al de cualquier otra oferta pública de adquisición de valores. El proceso de autorización de la oferta¹⁰, su tramitación, el registro del folleto explicativo, el plazo de aceptación, el régimen de irrevocabilidad y modificaciones de la oferta; el régimen de ofertas competidoras, las limitaciones a la actuación del oferente¹¹, el desistimiento y cese de los efectos de la oferta, las obligaciones de información¹², las obligaciones de la sociedad afectada y de su órgano de administración (deber de pasividad e información a los trabajadores y terceros), la posible búsqueda de ofertas competidoras¹³, la aceptación de la oferta, la publicación de su resultado

¹⁰ Este proceso está regulado en los artículos 16 al 23 del Real Decreto 1066/2007. No presenta grandes diferencias con el derogado por dicha norma. Para un comentario sobre el procedimiento en la normativa derogada, vid. F. VIVES, *Ofertas públicas de adquisición de valores: Elementos, procedimientos y desarrollo; ofertas competidoras*, en AAVV, F. VIVES y J. PÉREZ-ARDÁ (coords.), «La sociedad cotizada», op. cit., pgs. 659-730 (pgs. 675-707).

¹¹ Regulado en el artículo 32 Real Decreto 1066/2007.

¹² Regulado en el artículo 33 Real Decreto 1066/2007.

¹³ La actuación del consejo de administración durante la oferta ha sido uno de los factores más discutidos durante la tramitación de la Directiva de OPAs. Para un comentario sobre la orientación al accionista (propuesta por el Informe Winter, pgs. 27-29) y el régimen opcional en la Directiva de OPAs, vid. L. DE CARLOS y C. DE CÁRDENAS SMITH, *Directiva de OPAs*, op. cit., pg. 233. La solución alcanzada responde a una fórmula de consenso entre las posiciones de distintos Estados miembros. Una crítica a la misma desde la propia Comisión en J. M. BENEYTO y J. PUENTE, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 546-552 (en especial, pgs. 551-552).

y la liquidación de la misma no presentan caracteres específicos para las operaciones de *going private*¹⁴.

En este trabajo voy a limitarme a analizar el régimen jurídico de las ofertas desde la perspectiva del oferente y, por tanto, con especial atención al análisis de las posibilidades y limitaciones a su actuación.

4. Fase posterior a la liquidación de la oferta

En esta fase, las operaciones de *public to private* presentan, nuevamente, aspectos que, aunque aplicables también a otras operaciones resultan de especial interés en operaciones de *public to private*. Me refiero al mecanismo de la compraventa forzosa (o *squeeze-out*)¹⁵, a los supuestos en los que es necesaria la formulación de una oferta pública de exclusión y a la utilización de procedimientos alternativos a ésta.

Una vez conseguida la exclusión, la sociedad afectada será, normalmente, objeto de reestructuración (fusión, escisión, etc.). Este proceso será especialmente relevante en los supuestos en que la operación haya sido

¹⁴ Aunque la anterior regulación en España (artículo 14 del Real Decreto 1197/1991) no era tan explícita en relación con las obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada, tanto la doctrina como la práctica fueron evolucionando desde la defensa de una pasividad absoluta [C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 131-133, A. J. TAPIA HERMIDA, *Artículo 14.- Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 371-391] hasta una doctrina que recogía como derecho, aunque no como obligación, la posibilidad de búsqueda de ofertas competidoras (J. M. GARRIDO GARCÍA, *La actuación de los administradores frente a una OPA hostil*, en AAVV, «Libro homenaje a F. Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, vol. II, 2002, pgs. 2719-2752 (pgs. 2740-2745). Para un análisis actualizado de la cuestión, vid. F. GÓMEZ POMAR y M. I. SÁEZ LACAVE, *La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos*, *Indret Revista para el análisis del derecho*, disponible en www.indret.com, 412, 2007.

¹⁵ Sobre su importancia, vid. el Informe Winter, pgs. 54-68. Se regula en los artículos 60 quarter de la Ley del Mercado de Valores y 47 y 48 del Real Decreto 1066/2007. Para un análisis económico, vid. M. BURKART y F. PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of The Tender Offer Process*, junio 2003), European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 10/2003, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=420940>.

promovida por un *private equity*¹⁶. Los procedimientos utilizados, una vez que la sociedad haya sido excluida de negociación, no son distintos en el caso de una sociedad que, previamente, hubiera cotizado respecto de los de cualquier otra operación de LBO o MBO, aunque, en el supuesto de que no haya sido posible aplicar el mecanismo de la compraventa forzosa, deberá considerarse que la sociedad afectada, aunque excluida de negociación, seguirá teniendo un número relevante de accionistas minoritarios.

5. Ámbito de este trabajo

Como se ha señalado, el análisis de la normativa de OPAs resulta esencial en todo estudio sobre las implicaciones de las operaciones *public to private*. Voy a estructurar su estudio sobre la base de las tres fases anteriormente señaladas: fase anterior a la presentación de la oferta, fase de anuncio y solicitud de la oferta y fase posterior a la liquidación de la misma. No es, sin embargo, mi objetivo la elaboración de un tratado sobre el régimen jurídico de las OPAs. Me centraré en las decisiones y actuaciones del oferente o potencial oferente y quedarán, por ello, al margen de este trabajo los aspectos relativos a la actuación de la sociedad afectada durante la oferta: deber de pasividad del órgano de administración de la sociedad afectada, medidas de neutralización automática y el estudio en profundidad del proceso de ofertas y del contenido de la documentación a presentar por el oferente (anuncios, folleto informativo, etc). No obstante, se efectuarán referencias a estos aspectos en la medida en que resulten necesarios para una adecuada exposición del trabajo.

¹⁶ Para una descripción de las estructuras más habituales, vid. I. ERLAIZ CO-TELO, *Las operaciones de Leveraged Buy-Out (LBO)*, en J. M. ÁLVAREZ ARJONA (dir.), «Capital Riesgo (Private Equity)», op. cit., pgs. 529-585 (pgs. 529-545).

FASE PREVIA: DUE DILIGENCE Y ACUERDOS PREVIOS

1. Planteamiento

Tal y como se ha comentado, este proceso puede iniciarse por la propia sociedad afectada¹ o por sus accionistas principales o de control en colaboración con ella², o puede venir forzado por una oferta no vinculante o

¹ Éste es el caso, por ejemplo, de IBERIA. En el hecho relevante difundido por dicha sociedad el día 21 de marzo de 2007 puede leerse lo siguiente: «Iberia ha declarado públicamente su convicción de que, en el marco de la desregulación del sector, del que es un paso importante el principio de acuerdo de cielos abiertos entre la UE y EEUU, el futuro de las aerolíneas de red pasa por un proceso de consolidación en el que Iberia pudiera tener un papel relevante, por lo que no descarta que en un futuro pudiera llegar a algún tipo de acuerdo en este sentido. En este contexto la posición estratégica de Iberia y los cambios en el contexto regulador, están generando interés en el mercado por parte de otras compañías aéreas e inversores en general. A tales efectos, el consejo de administración, en su reunión de 26 de febrero de 2007, tomó nota del interés del mercado y autorizó expresamente al Presidente de la compañía para que pueda facilitar información a potenciales inversores que muestren un interés real y serio en participar en alguna operación corporativa relevante y cuenten con la adecuada solvencia económica y capacidad técnica para afrontar operaciones de esta naturaleza, de conformidad con la normativa aplicable en materia de defensa de la competencia y de mercado de valores».

² Con fecha 17 de agosto de 2004, tanto AMADEUS como sus accionistas (y, en concreto IBERIA) informaron de que «varios inversores de referencia han expresado su interés en evaluar con las aerolíneas accionistas de referencia una potencial reestructuración del capital social de Amadeus. Iberia ya ha informado con anterioridad al mercado que, a pesar de no considerar como estratégica su participación en Amadeus, tiene intención de permanecer como accionista de Amadeus por el momento. El consejo de administración de Amadeus ha sido informado del interés de tales inversores financieros. Iberia está considerando sus opciones en relación con estas propuestas y confirma que no se ha alcanzado todavía ningún acuerdo sobre una potencial operación».

Con fecha 25 de noviembre de 2004, AMADEUS publicó un nuevo hecho relevante informando al mercado sobre que BC PARTNERS, CINVEN, CVC US y CARLYLE (este último en unión con CVC EUROPE) eran «los candidatos seleccionados por los accionistas de referencia para la segunda fase del proceso de ofertas de compra, las cuales se esperan recibir antes de finales de año o

manifestación de interés recibida de un tercero³. Ninguna de las situaciones enunciadas es nueva en el mercado de valores español. En unos casos, se ha tratado de procesos públicos desde el comienzo y, en otros, se han mantenido confidenciales en sus fases de estudio y preparación y no se han comunicado al mercado hasta la presentación de una oferta pública de adquisición.

La normativa española no incluyó reglas específicas sobre la entrega de información a oferentes o potenciales oferentes para la preparación de

principios de 2005, con la intención de continuar el proceso de negociación durante 2005 sin que exista un calendario prefijado a tales efectos». Con la misma fecha IBERIA difundió, también, un hecho relevante en el mismo sentido. Con fecha 10 de febrero de 2005, IBERIA comunicó al mercado que BC PARTNERS y CINVEN habían decidido presentar una oferta pública de adquisición sobre el 100% de las acciones de la clase A de AMADEUS a un precio de 7,35 euros por acción.

En el caso de la oferta sobre TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INFORMACIÓN (TPI), con fecha 28 de febrero de 2006, TELEFÓNICA publicó un hecho relevante en el que informó sobre que *«El consejo de administración de Telefónica, S.A. en su reunión celebrada hoy, ha acordado explorar alternativas estratégicas en relación a la participación de Telefónica, S.A. en el capital de Telefónica Publicidad e Información, S.A. (TPI), incluyendo la desinversión (venta) total o parcial en la misma. A tal efecto, Telefónica, S.A. contactará con los posibles interesados en dicha adquisición».*

Con fecha 30 de marzo de 2006, TELEFÓNICA remitió un nuevo hecho relevante en el que informaba de que *«(...) la compañía (Telefónica, S.A.) quiere aclarar que las siete propuestas presentadas de forma no vinculante por los participantes en el proceso de venta han sido inferiores al precio de cotización de la acción de TPI al cierre de ayer, día 29 de marzo. Es necesario aclarar, sin embargo, que las referidas ofertas no vinculantes constituyen una primera fase de este proceso de venta, por lo que no determinan el precio final que, en su caso, pueda llegar a ofertarse. De acuerdo con el calendario del proceso, se espera que las posibles ofertas vinculantes sean presentadas en la segunda quincena de abril. Una vez presentadas, la compañía analizará estas ofertas, no descartando, en cualquier caso, considerar otras alternativas estratégicas en relación a su participación en el capital de TPI».*

Finalmente, con fecha 28 de abril de 2006, TELEFÓNICA comunicó la suscripción con YELL de un acuerdo de compromiso de formulación y aceptación de una oferta pública de adquisición sobre TPI. En el mismo hecho relevante, TELEFÓNICA señala que *«Telefónica podrá liberarse de su compromiso de aceptación de esta oferta en el supuesto de que alguna oferta pública competidora autorizada por la CNMV, ofreciese una contraprestación superior en más de un 10% al precio inicial de la oferta de YELL, es decir, superior a 9,35 euros por acción salvo que YELL optara por mejorar dicha oferta».*

³ Es el caso de ALTADIS, cuyo consejo de administración, una vez recibida una manifestación de interés no vinculante de Imperial Tobacco, comunicó públicamente su intención de estudiar *«las mejores opciones para la Compañía, sus*

su oferta hasta la entrada en vigor del Real Decreto 1066/2007. El régimen jurídico que le resultaba de aplicación era el general de información de las sociedades cotizadas contenido en la Ley del Mercado de Valores y en su normativa de desarrollo. Esto no quiere decir, sin embargo, que fuera una práctica ajena a las operaciones desarrolladas en el mercado español⁴.

El silencio no sólo del legislador español sino también del comunitario⁵ contrastaba con la expresa previsión de esta práctica en la *Rule 20.2* («*Equality of information to competing offerors*») del *Takeover Code* emitido en el Reino Unido por el *Panel on Takeovers and Mergers*⁶ que incluso incluye una regulación específica para el caso de operaciones de MBOs⁷.

En esta situación de ausencia de regulación legal, las cuestiones que se plantearon son si (i) era posible, desde un punto de vista jurídico, facilitar a un oferente o potencial oferente información no pública sobre la sociedad objetivo, y (ii) qué obligaciones tienen la sociedad oferente y la sociedad objetivo en relación con dicho proceso.

accionistas y sus empleados» (vid. comunicación de hecho relevante de ALTADIS de 19 de marzo de 2007).

⁴ Entre otros casos recientes, las sociedades afectadas han facilitado información a oferentes o potenciales oferentes a los efectos de la preparación o diseño de una OPA; así, por ejemplo, en los casos de TELEPIZZA (2006), TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INFORMACIÓN (2006), CORTEFIEL (2005), BANCO ZARAGOZANO (2004), o ENDESA (2006) en relación con la OPA formulada por E.ON. Se informó al mercado sobre la apertura de un proceso de *due diligence* en, por ejemplo, los casos de URBAS INGENIEROS y PARQUES REUNIDOS; ambos en 2003, e IBERIA, en 2007. De la misma forma, la apertura de dicho proceso de *due diligence* fue anunciada al mercado en el caso del proceso de propuestas de adquisición sobre ALTADIS en 2007.

⁵ En similares términos se incluía en el *Irish Takeover Panel Act* de 1997, «*Takeover Rules and Substantial Acquisition Rules*» emitido por el *Irish Takeover Panel* (*Rule 20.2*).

⁶ Vid. nota 3 de la *Rule 20.2* del *Takeover Code* inglés.

⁷ La *Rule 20.3*, bajo la rúbrica «*Information to independent directors in management buy-outs*» establece la obligación de que los consejeros independientes puedan obtener de los ejecutivos (o del equipo directivo) la información facilitada por éstos a los promotores, asesores externos o a las entidades financiadoras para la ejecución del *buy-out*.

2. Regulación en derecho comparado

La Rule 20.2 del *Takeover Code* inglés establece: «Any information, including particulars or shareholders, given to one offeror or potential offeror, whether named or unnamed, must, on request, be given equally and promptly to another offeror or bona fide offeror even if that other offeror is less welcome. This requirement will usually only apply when there has been a public announcement of the existence of the offeror or potential offeror to which information has been given or, if there has been no public announcement, when the offeror or bona fide potential offeror requesting information under this Rule has been informed authoritatively of the existence of another potential offeror».

Las *Notes* sobre esta *Rule* ayudan a interpretar la regla citada y permiten concluir que estas obligaciones de información se estructuran en base a los siguientes principios básicos:

- (i) El principio general de igual tratamiento entre oferentes o potenciales oferentes.
- (ii) La información debe ser solicitada, caso a caso, por el oferente o potencial oferente. «It is not entitled, by asking in general terms, to receive all the information supplied to its competitor» (Note 1, Rule 20.2).
- (iii) Se prohíbe la imposición de condiciones para facilitar dicha información, distintas de: (a) el compromiso de mantener dicha información confidencial, (b) la prohibición del uso de dicha información para intentar atraer clientes de la sociedad objetivo o para la contratación de empleados de dicha sociedad, y (c) limitar el uso de dicha información para la preparación o presentación de la oferta. Las condiciones impuestas deben ser, además y en todo caso, similares para todos los oferentes o potenciales oferentes y, por tanto, no se podrán imponer condiciones más exigentes a unos respecto de otros.

La norma inglesa incluye, además, reglas especiales para el supuesto de las ofertas consistentes en *management buy-outs*:

- (i) La información que se facilite por los directivos a los bancos financieros, a los promotores o a cualquier tercero debe ser facilitada, igualmente, a los restantes oferentes, a petición de estos últimos. A dicha petición de información le resultarán de aplicación las reglas anteriormente expuestas, respecto a la necesidad de previo requerimiento por el oferente y de concreción de la información requerida.
- (ii) Las decisiones en relación con dicha información deben ser adoptadas por administradores que no estén involucrados en la operación de MBO, lo que es formulado por el *Takeover Code* inglés en los siguientes términos: «The Panel expects the directors of the offeree company who are

involved in making the offer to co-operate with the independent directors of the offeree company and its advisers in the assembly of this information»⁸.

Normas similares a las expuestas en el caso del Reino Unido se contenían en otras normativas como el *Takeover Code* irlandés y resultaban, aunque sin una expresa regulación como la prevista, prácticas aceptadas en otras jurisdicciones. Sin embargo, la normativa comunitaria no ha recogido en la Directiva de OPAs previsiones específicas en relación con la *due diligence* de oferentes o potenciales oferentes en supuestos de ofertas públicas de adquisición.

3. Regulación en España. Antecedentes

Ni la Ley del Mercado de Valores ni el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores contenían norma alguna sobre la posibilidad (u obligación) de la sociedad objetivo de facilitar información a un oferente para la preparación de una oferta pública.

Por ello, estas prácticas se regían por los principios generales de la normativa sobre OPAs y por la normativa general sobre información en relación con el mercado de valores.

En relación con las primeras, de la regulación de las ofertas competidoras (ex artículos 31-36 del Real Decreto 1197/1991) se podía deducir el principio de igualdad de trato a los oferentes. Por lo que se refiere a la normativa sobre información relevante y privilegiada de las sociedades cotizadas, la normativa comunitaria sobre información privilegiada se contiene en la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado)⁹ y la Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación

⁸ Vid. nota 3 de la *Rule 20.2* del *Takeover Code* inglés.

⁹ Un comentario sobre la Directiva 6/2003/CE puede verse en E. EIRANOVA ENCINAS, *Abuso de mercado. Protección de la transparencia en el espacio financiero único en la Unión Europea*, en J. M. BENEYTO y A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DE DUENAS (dirs.), «El espacio financiero único en la Unión Europea: Los mercados de valores», Ed. Marcial Pons, 2005, pgs. 565-656 (pgs. 593-596).

de la Directiva 2003/6/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado¹⁰.

El derecho español se adelantó, en parte, a la transposición de dichas Directivas con la modificación llevada a cabo en la Ley del Mercado de Valores por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero¹¹. La nueva redacción de los artículos 81 a 83 bis de la Ley del Mercado de Valores constituye, por tanto, la normativa básica en la materia, junto con el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores en materia de abuso de mercado y por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

Además, como elementos interpretativos, aunque sin ningún tipo de eficacia normativa, conviene tener presentes los criterios de la Carta Circular 14/1998, de 28 de diciembre, de la CNMV (formalmente dejada sin efecto por la propia CNMV¹²) y la comunicación de fecha 12 de octubre de

¹⁰ Esta Directiva es de las denominadas de nivel 2, elaborada siguiendo el procedimiento previsto en el Informe Lamfalussy (Bruselas, 15 de febrero de 2001) que consiste, en sus líneas generales, en un sistema de elaboración y aplicación de normas en cuatro niveles. En el primer nivel se situarían las Directivas o Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo que contienen normas básicas en la materia; el segundo nivel está formado por Directivas o Reglamentos de la Comisión que incluyen normas objeto de remisión expresa por la normativa de primer nivel para el desarrollo de determinados aspectos concretos (la Decisión 1999/468/CE, del Consejo, de 28 de junio de 1999, establece los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión). En el nivel 3 se incluirían las medidas necesarias para una aplicación uniforme del Derecho Comunitario en todo el territorio de la Unión y, finalmente, el nivel 4 se ocupa del control de la aplicación, competencia de la Comisión Europea. Este procedimiento ha agilizado el proceso de elaboración de las normas en la Unión Europea en el ámbito financiero (en este sentido, vid. R. PALÁ LAGUNA, *La obligación...*, op. cit., pg. 1296).

¹¹ Para un comentario más extenso sobre este proceso de reforma se puede consultar, R. PALÁ LAGUNA, *La obligación...*, op. cit., pgs. 1294-1297.

¹² Así, la Memoria del año 2000 de la CNMV, publicada en abril de 2001, hace constar lo siguiente: «En el año 2000 se retiraron de la página web de la CNMV la totalidad de las denominadas Cartas Circulares, que se dirigían por el Presidente a diversas entidades que actuaban en los mercados de Valores. Con esta decisión, la CNMV ha pretendido finalizar con las dudas que pudieran susci-

2006 del Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CESR)¹³ así como los textos preparatorios que han sido publicados para información pública por parte de la propia CNMV¹⁴.

La Ley del Mercado de Valores define información relevante como «toda aquélla (información) cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario» (artículo 82). Por su parte, el artículo 81 de la misma norma define información privilegiada como toda información de carácter concreto que se refiera, directa o indirectamente, a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros, «que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación».

La utilización de dos denominaciones distintas: información relevante y privilegiada no es resultado de la transposición de la Directiva Comunitaria. En efecto, las Directivas 2003/6/CE y la 2003/124/CE sólo prevén

tar, así como acomodarse a los instrumentos de actuación que el ordenamiento jurídico prevé para la Comisión» (pg. 17).

¹³ El Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CESR) fue creado por la Decisión de la Comisión Europea de 6 de junio de 2001 (2001/527/CE). Es uno de los dos Comités previstos en el Informe Lamfalussy y sus funciones son las siguientes:

- *«Improve co-ordination among securities regulators: developing effective operational network mechanisms to enhance day to day consistent supervision and enforcement of the Single Market for financial services; Having agreed a Multilateral Memorandum of Understanding (MoU), CESR has made a significant contribution to greater surveillance and enforcement of securities activities;*
- *Act as an advisory group to assist the EU Commission: in particular in its preparation of draft implementing measures of EU framework directives in the field of securities;*
- *Work to ensure more consistent and timely day-to-day implementation of community legislation in the Member States: this work is carried out by the Review Panel under the Chairmanship of CESR's Vice Chairman, and by the two operational groups: CESR-Pol and CESR-Fin».*

¹⁴ Me refiero a la iniciativa contra el abuso de mercado (primer borrador) elaborada por la CNMV, de fecha 29 de enero de 2007 y sometida a información pública. Para su consulta, vid. www.cnmv.es.

la definición de información privilegiada¹⁵ en términos prácticamente idénticos a los del artículo 82 de la ley española. No se encuentra, sin embargo, referencia al concepto de información relevante¹⁶.

En mi opinión, no se trata de conceptos distintos sino del mismo, aunque proyectado en diferentes momentos temporales. La información de carácter concreto que, de ser conocida, pudiera afectar a la cotización de los valores de que se trate debe ser inmediatamente comunicada al mercado a través de la CNMV. Sin embargo, diversas circunstancias entre las que destaca el perjuicio de los legítimos intereses del emisor¹⁷ pueden motivar que se retrase la difusión de dicha información.

Por tanto, los criterios legales e interpretativos aplicables en materia de información privilegiada o relevante, son:

(i) Los emisores de valores están obligados a difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV, toda información privilegiada (artículo 82.2 de la Ley del Mercado de Valores).

La comunicación a la CNMV deberá hacerse tan pronto como sea conocido el hecho o en cuanto se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate.

¹⁵ El artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo define «información privilegiada» como «la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos». Por su parte, la Directiva 2003/124/CE define el concepto de «información privilegiada» como «información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes, la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión» (artículo 1.2).

¹⁶ En relación con la normativa comunitaria, vid. R. PALÁ LAGUNA, *La obligación...*, op. cit., 1296-1298.

¹⁷ El artículo 82.4 de la Ley del Mercado de Valores establece que «Un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la publicación y difusión de la información relevante cuando considere que la información perjudica sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de dicha información. El emisor informará inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

La Directiva 2003/124/CE, en su artículo 3.1, regula algunos supuestos de «intereses legítimos para retrasar la revelación pública de información» que la ley española recoge en el artículo 83 bis de la Ley del Mercado de Valores.

(ii) Quedan excluidos de este deber de difusión pública los actos de estudio, preparación o negociación previos a la adopción de decisiones que tengan la consideración de información privilegiada, siempre que se mantengan las debidas salvaguardas de confidencialidad (artículo 83 bis LMV).

La aplicación de esta excepción, sin embargo, queda sujeta al cumplimiento de determinados requisitos¹⁸:

a) Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible.

b) Llevar un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el punto anterior y la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información.

c) Informar expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información, de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso.

d) Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.

e) Vigilar la evolución en el mercado de los valores emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.

En todo caso, en el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados y existan indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, el emisor deberá difundir de inmediato un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso.

Asimismo, la CNMV podrá dispensar al emisor de divulgar determinada información privilegiada cuando se considere que dicha divulgación puede afectar a los legítimos intereses del emisor.

(iii) La normativa española parte de un concepto amplio y genérico de información privilegiada que se caracteriza por dos notas:

a) Es información no pública¹⁹ y de carácter concreto²⁰ que puede afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros; y

¹⁸ En este sentido, vid. P. OLIVERA MASSO, *Las normas de conducta. Régimen de la información privilegiada. Hecho relevante y manipulación del mercado*, F. VIVES y J. PÉREZ-ARDÁ (coordinadores), «La sociedad cotizada», op. cit., pgs. 891-944 (pgs. 901-903).

¹⁹ Su cualificación consiste, precisamente, en que se trata de una información no pública. La información pública no puede ser nunca privilegiada. Vid. P. OLIVERA MASSO, *Las normas...*, op. cit., pg. 904.

²⁰ En relación con el carácter concreto de la información y su difícil delimitación, vid. la sentencia del Tribunal Supremo de 31 de diciembre de 2002 (RJ 2003, 1121) y la sentencia de la Audiencia Nacional de 20 de noviembre de 2006 (JUR 2007, 30750).

b) Que de ser conocida pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario²¹.

Como guía interpretativa, puede señalarse que será información privilegiada a estos efectos toda información de carácter preciso o concreto que se refiera a un hecho o decisión, incluyendo cualquier información sobre la marcha actual o futura del emisor, que pueda modificar o haya modificado su rentabilidad o solvencia, y en suma, su nivel de eficiencia económica o el nivel de eficiencia que el mercado le atribuye en base a la información disponible previamente distribuida y, finalmente, que pueda afectar a la decisión de invertir o desinvertir y producir un cambio en el precio de los valores emitidos.

Por «hecho» cabe entender cualquier circunstancia no causada por la sociedad emisora, mientras que una «decisión» será el resultado de la voluntad del emisor.

Se considerará que la información es de carácter preciso o concreto si indica una serie de circunstancias que se dan, o puede esperarse razonablemente que se den, o un hecho que se ha producido, o que pueda esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre el precio de los valores.

Con base en dicha normativa cabe diferenciar información privilegiada o relevante de aquella que no lo es por no ser información que pudiera utilizar un inversor razonable «*como parte de la base de sus decisiones de inversión*».

Por su parte, ambas, pueden ser públicas o no públicas o confidenciales. La primera es información, cualquiera que sea su carácter, comunicada por el emisor al mercado o simplemente conocida por éste, mientras que la no pública es información no conocida que, salvo incumplimiento de sus obligaciones por el emisor, no puede constituir información relevante o privilegiada, salvo cuando siéndolo, el emisor se haya abstenido de difundirla en protección de sus intereses legítimos o se trate de información relativa a operaciones en estudio o preparación.

4. Normativa vigente. Real Decreto 1066/2007

La Ley del Mercado de Valores²² no establece regla alguna en relación con la realización de una investigación o *due diligence* previa a una oferta

²¹ En este sentido, el Tribunal Supremo, en su sentencia de 11 de abril de 2003 (RJ 2003, 5129), afirma que no es información privilegiada «*cualquier información irrelevante, sino que ha de ser de tal alcance que de llegarse a conocer por el público, produzca en el mercado un impacto de cierta importancia*».

²² La Ley 6/2007, de 12 de abril, se limita, en lo que a las ofertas públicas de adquisición de valores se refiere, a modificar el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores relativo a la exclusión de negociación y el capítulo V de la misma norma en el que, además de modificar sus artículos 60 y 61, añade los artículos 60 bis, 60 ter y 60 quater. En ellos, no se hace mención al principio de igualdad informativa entre oferentes.

pública de adquisición de acciones. Sin embargo, tal y como anteriormente se ha señalado, sí lo hace el Real Decreto 1066/2007 por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores en relación con las ofertas públicas de adquisición de valores. En concreto, su artículo 46, bajo la rúbrica «*igualdad informativa*» establece que:

(i) La sociedad objeto de la oferta deberá garantizar que exista igualdad informativa entre los oferentes competidores.

(ii) A tal fin, cuando sea específicamente requerida para ello por un oferente o potencial oferente de buena fe, la sociedad objeto de la oferta habrá de poner a su disposición la información solicitada siempre que ésta hubiese sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes.

(iii) La sociedad condicionará la entrega de la información a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma; a su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición y a que la información sea necesaria para la formulación de la oferta.

A este respecto, la principal obligación de la sociedad objetivo es garantizar la igualdad informativa entre los oferentes. Las restantes obligaciones específicas incluidas en el Real Decreto deben ser interpretadas a la luz de dicho principio general.

Por tanto, el precepto reglamentario no establece obligación alguna de la sociedad objetivo de facilitar información de la sociedad a un oferente aun cuando éste lo solicite. Se limita a señalar que, habiendo facilitado información a un determinado oferente, deberá garantizar la igualdad informativa de los restantes.

En primer lugar, llama la atención que se trata, como anteriormente se ha señalado, de un principio nuevo en nuestro derecho de mercado de valores. Hasta ahora, a diferencia de la igualdad de los accionistas (principio de paridad de trato), no había formulación positiva que reconociera la igualdad informativa de los oferentes, salvo, quizá, la implícita en el régimen de ofertas competidoras. En segundo lugar, dicho principio debe ser interpretado, en mi opinión, de acuerdo con la doctrina de nuestros tribunales y, en concreto, del Tribunal Constitucional. En tercer lugar, dicho principio debe modularse y subordinarse a los deberes de los administradores para con la sociedad, sus accionistas y demás *stakeholders*.

Por lo que se refiere al primer aspecto, no creo que exista otra justificación a este principio que el intento de maximizar el precio de la oferta, y el de evitar un trato discriminatorio motivado por intereses distintos al

interés social. Pues bien, asumiendo que éstas son las finalidades de la norma, será preciso analizar, aun cuando sea a efectos de una interpretación teleológica del precepto, su aptitud para maximizar el precio en una oferta pública de adquisición.

Pues bien, en mi opinión, la igualdad informativa entendida como la obligación de facilitar exactamente la misma información a todos los oferentes o potenciales oferentes ni es, como más adelante veremos, una interpretación correcta de la norma reglamentaria ni contribuye a la maximización del precio de la oferta.

Parece empíricamente demostrado que un proceso competitivo es el mejor medio para maximizar el precio²³. Sin embargo, es preciso considerar que los distintos oferentes no están, *ex ante*, en la misma posición de partida, no gozan de simetría informativa aun cuando la sociedad afectada les facilite idéntica información. Pensemos, por ejemplo, en el distinto conocimiento que pueden tener sobre el negocio de la sociedad objetivo un industrial que opere en el mismo sector y una entidad que desarrolle una actividad distinta o meramente financiera²⁴.

²³ «La competencia entre OPAs produce el aumento del precio de las acciones de la sociedad opada, por lo que se suelen considerar más favorables para los intereses privados de sus accionistas»; M. I. SÁEZ LACAVE, *Una aproximación al derecho de OPAs competidoras (a propósito de una reforma reciente)*, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* núm. 92, octubre-diciembre 2003, pgs. 7-47 (pgs. 9-10).

Esta tesis intuitiva se ha visto soportada por la literatura financiera [por todos M. BRADLEY, A. DESAI y E. H. KIM, *Synergistic gains from corporate acquisition and their division between the stockholders of target and acquiring firms*, *Journal of Finance Economics*, 21 (1988), pgs. 3-40].

²⁴ Esta tesis se ha visto, en mi opinión, refrendada, aun con ausencia de una muestra estadísticamente representativa, en los casos de la OPA sobre TELEPIZZA y, en especial, en el proceso de la OPA sobre ALTADIS. En el primero, un fondo de capital riesgo junto con los principales accionistas de la sociedad (que habían iniciado el proceso de ofertas competidoras) presentaron una oferta final muy superior a las de los otros dos competidores (un industrial y otro fondo de capital riesgo) dada la imposibilidad legal de que contaran con información privilegiada, el mayor precio sólo puede justificarse con un mejor conocimiento de la sociedad objetivo. En el caso de ALTADIS, realizaron manifestaciones de interés un industrial (IMPERIAL TOBACCO) y una entidad de capital riesgo (CVC). Finalmente, sólo presentó OPA Imperial Tobacco (el 18 de julio de 2007).

Lo mismo cabe decir de la operación de venta de TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INFORMACIÓN a la que, anteriormente, se ha hecho referencia.

La maximización del precio se consigue cuando se establece una competencia real entre oferentes que debe reequilibrar, primero, su diferente posición de partida²⁵. Por ello, la finalidad de la norma no es consistente con una interpretación del precepto que obligue a facilitar exactamente la misma información a todos los oferentes o potenciales oferentes.

Pero es que tampoco es, en mi opinión, lo que la literalidad del precepto exige. El artículo 46 Real Decreto 1066/2007 se refiere a igualdad informativa. La igualdad es un principio constitucional que ha sido reiteradamente interpretado por el Tribunal Constitucional en el ámbito mercantil²⁶ en el sentido de que no obliga a la igualdad absoluta sino a un tratamiento igual a los iguales²⁷.

²⁵ En este sentido es esclarecedor el análisis efectuado desde una perspectiva financiera por P. POVEL y R. SINGH, *Takeover contests with asymmetric bidders*, noviembre de 2004, AFA 2005 Philadelphia Meetings, EFA 2004 Maastricht Meetings, Paper núm. 1613, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=565922>, en el que se concluye lo siguiente: «At first sight it might seem that the target should increase bidder competition by handicapping the better informed bidder, since a less well informed bidder is a weak competitor to the better informed bidder. However, the optimal selling procedure is more resourceful: it actively uses bidder asymmetry to better play off the bidders against each other, by offering exclusive deals to one bidder while ignoring any bids from another bidder. Specifically, the possibility of an exclusive deal encourages the better informed bidder to reveal a high willingness to pay (and then pay a high price), and the threat of an exclusive deal with the other bidder discourages the announcement of a low willingness to pay» (pg. 34).

²⁶ Entre otras, me refiero a las sentencias del Tribunal Constitucional 23/1989, de 2 de febrero, 53/1983, de 20 de junio; 84/1999, de 10 de mayo y 200/1999, de 8 de noviembre. Debemos referirnos, en particular, a la doctrina que incluye la sentencia de 2 de febrero de 1989 el referirse al trato distinto que pueden recibir las personas físicas y jurídicas: «La existencia de una desigualdad de trato entre personas físicas y jurídicas» no ha de implicar necesariamente «que se haya infringido el derecho fundamental a la igualdad reconocido en el artículo 14 CE, pues, de un lado, no siempre las personas físicas y las jurídicas, en cuanto tales, son equiparables desde el punto de vista de la finalidad que persigue la norma o acto supuestamente discriminatorio y, de otro, según reiterada doctrina de este Tribunal, la discriminación quedaría descartada si el trato desigual que se dispensa a personas en situación sustancialmente igual tienen una justificación objetiva y razonable (...). A este respecto hemos de reiterar el criterio mantenido por este Tribunal de que en nuestro ordenamiento constitucional, aun cuando no se explicita en los términos con que se proclama en los textos constitucionales de otros Estados, los derechos fundamentales rigen también para las personas jurídicas nacionales, en la medida en que por su naturaleza resultan aplicables a ellas (...).» (fundamento 2).

²⁷ En este mismo sentido, G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, *Doctrina del Tribunal Constitucional sobre las sociedades mercantiles*, en AAVV, «Derecho de Sociedades.

Además, dicho principio ha de modularse en relación con el interés social²⁸ que, en este sentido, encuentra su plasmación en la protección de la propia sociedad. Los deberes de los administradores (*ex* artículos 127 y ss. de la Ley de Sociedades Anónimas)²⁹ se deben interpretar a la luz de dicho interés y éste puede justificar, en determinadas ocasiones, que se

Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», op. cit., vol. I, pgs. 275-317 (pgs. 289-292).

²⁸ La cláusula de interés social resulta de difícil delimitación. La doctrina se ha mostrado muy poco precisa a la hora de definir qué se entiende por interés social. Por ejemplo, I. ARROYO MARTÍNEZ, *Reflexiones en torno al interés social*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», op. cit., vol. II, pg. 1.858, señala: «En definitiva, el interés social es un concepto autónomo, que habrá de concretar el juez en cada caso, alejándose de fáciles asimilaciones con el interés mayoritario o legal, pero teniendo en cuenta la pluralidad de intereses que concurren en la supervivencia de la empresa».

Por su parte, la pugna entre los defensores de la tesis contractualista e institucionalista no se ha cerrado, pese a que la modificación de que fue objeto la Ley de Sociedades Anónimas por la Ley 26/2003, de 17 de julio (Ley de Transparencia) pareció dar a entender que el legislador se decantaba por la tesis institucional (artículo 127 bis – Deberes de fidelidad: «Los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad»). En todo caso, el concepto de interés social está en permanente revisión como lo demuestra el hecho de que haya un sector doctrinal que pretende la incorporación de los conceptos de responsabilidad social corporativa al de interés social. Para una descripción detallada, vid. J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., volumen II.

²⁹ El estudio sobre el nuevo régimen de los deberes de los administradores en el marco de la Ley 26/2003, de 17 de julio (Ley de Transparencia) ha sido objeto de una numerosa y profunda reflexión doctrinal en nuestro país. Entre dichos estudios destacan: F. SÁNCHEZ CALERO, *Observaciones preliminares al proyecto...*, op. cit., pgs. 27-50; C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., pgs. 67-109; J. QUIJANO GONZÁLEZ y V. MAMBRILLA RIVERA, *Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad. En particular los conflictos de intereses y las operaciones vinculadas*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., pgs. 915-989; R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, op. cit.; J. O LLEBÓT MAJÓ, *Deberes y responsabilidad de los administradores*, en A. ROJO y E. BELTRÁN (dirs.), «La responsabilidad de los administradores», Ed. Tirant lo Blanch, 2005, pgs. 23-54; J. L. DIEZ ECHEGARAY, *Deberes y responsabilidades de los administradores de las sociedades de capital*, Ed. Aranzadi, 2004; J. M. EMBID IRUJO, *Los deberes de los administradores de las sociedades cotizadas (el artículo 114 de la Ley del Mercado de Valores)*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, número 96, 2004, pgs. 7-34; M. FERNÁNDEZ PÉREZ, *El significado de la Ley de transparencia en la modernización del derecho societario español*, en la Revista de Derecho de Sociedades, número 24, 2005; F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 686-689.

prive a determinados oferentes de parte de la información solicitada aunque haya sido facilitada a otros.

En este contexto, debe tenerse en cuenta que la información confidencial de la compañía es un activo intangible que puede ser muy valioso y, en consecuencia, que el órgano de administración tiene la obligación de mantener su confidencialidad con la finalidad de preservar la posición competitiva de la empresa.

El legítimo interés de toda compañía en mantener confidencial y no desvelar información secreta está expresamente protegido en determinadas normas jurídicas, tales como la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal, que sanciona como desleal la divulgación o explotación no autorizada de secretos industriales o empresariales, y en la propia Ley de Sociedades Anónimas, que impone a los administradores un deber de secreto, aun después de cesar en sus funciones, sobre las informaciones de carácter confidencial que conozcan como consecuencia del ejercicio del cargo (artículo 127 quater de la Ley de Sociedades Anónimas³⁰) o que permite al presidente negar información a los accionistas cuando, a su juicio, la publicidad de la información solicitada perjudique los intereses sociales (artículo 112 de la Ley de Sociedades Anónimas).

Por ello, en nuestro Derecho, la defensa del interés social constituye un principio rector de toda la actuación de los administradores, entendido no sólo como la maximización del valor de las acciones de la compañía en un determinado momento sino como la viabilidad a largo plazo de la empresa y su crecimiento sostenido, lo que exige defender su posición competitiva en el mercado y, para ello, la confidencialidad de determinada información no pública.

De esta forma, en la medida en que el hecho de facilitar a determinados oferentes potenciales cierta información confidencial (incluso al amparo de un compromiso de confidencialidad) pudiera ir en perjuicio de los inte-

³⁰ El deber de secreto de los consejeros se ha formulado por la Ley de Sociedades Anónimas en términos muy amplios, incluyendo todo tipo de informaciones, datos, informes y antecedentes. Para un mayor detalle, vid. E. GALLEGO SÁNCHEZ, *El deber de secreto de los administradores tras la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas por la Ley de Transparencia*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., pgs. 991-1028 (pgs. 1002-1003).

reses sociales de la compañía, por afectar a su posición competitiva en el mercado, existirá una justificación válida para denegarles su acceso a la misma, incluso aunque hubiese sido facilitada a otros potenciales oferentes que no están en dichas circunstancias.

Sin embargo, será necesario dar un tratamiento equivalente a los oferentes o potenciales oferentes que se encuentren en circunstancias similares, de tal forma que si se facilita o deniega determinada información a un competidor, deberá facilitarse o denegarse igualmente al resto de competidores que acudan al proceso, la soliciten y se encuentren en una situación similar.

Dada la relevancia que este proceso de facilitar información a un oferente o potencial oferente pudiera tener, será necesario determinar el órgano de la sociedad objetivo que deberá decidir sobre dicho proceso y los criterios que deben regir su actuación.

5. Órgano de la sociedad objetivo que deberá decidir sobre la información a facilitar a un oferente o potencial oferente

La gestión y representación de la sociedad corresponde a sus administradores³¹. Este principio de especialidad funcional³² supone que todas las facultades que no sean asignadas por la Ley de Sociedades Anónimas a la junta general corresponden a los administradores sociales que, en el caso de una sociedad cotizada, debe revestir la forma de consejo de administración. Sus funciones son comunes a todas las sociedades capitalistas: la gestión y administración del patrimonio social. Sin embargo, la especiali-

³¹ La doctrina es unánime en este sentido. Por todos, F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 41 y ss., y R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *La sociedad anónima: Órganos sociales. Los administradores*, en AAVV, «Curso de derecho mercantil», Ed. Civitas, 1999, pg. 895.

³² La Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 31 de octubre de 1989 negó que la junta pudiera asumir, ni siquiera de forma interina, las funciones del órgano de administración en el supuesto de que éste, por las razones que sea, quede vacante. En el mismo sentido G. ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en las sociedades anónimas*, Madrid, 1982, pgs. 49 y ss.

dad tipológica de la sociedad cotizada reclamada por la doctrina³³, el movimiento de *corporate governance*³⁴ y la reforma regulatoria a que ha dado lugar, hacen que las funciones de los administradores de la sociedad cotizada presenten contornos específicos. Dichas especialidades podrían sintetizarse en: (i) que las decisiones sobre determinados asuntos sean analizadas, con carácter previo, por comisiones auxiliares formadas dentro del mismo consejo³⁵, (ii) que el consejo de administración debe reservarse la adopción de determinadas decisiones de especial importancia con carácter indelegable³⁶ y (iii) que el funcionamiento del consejo se regule en un

³³ Hecho manifiesto que impone un régimen jurídico diverso, como se ha repetido, de las sociedades cerradas o «privadas», como son llamadas en algunos países, al de las sociedades abiertas o «públicas», llamadas así por el ofrecimiento al público de sus acciones. Al respecto, vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001. En el mismo sentido, la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, publicada por el Ministerio de Justicia en 2002, elaborada por la Ponencia especial compuesta por F. SÁNCHEZ CALERO, A. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y A. ROJO FERNÁNDEZ DEL RÍO, que, aunque sin valor normativo, tiene un evidente peso doctrinal en lo que a la evolución del derecho de sociedades atañe, dedica un libro, el III, a las sociedades cotizadas. En su exposición de motivos señala «Innovación de indudable trascendencia es la introducción de un régimen jurídico especial para las sociedades cotizadas, esto es para las sociedades anónimas y comanditarias por acciones cuyas acciones están admitidas a cotización en un mercado secundario oficial. Estas sociedades plantean una problemática específica que no puede ser satisfecha mediante la simple aplicación de las normas correspondientes a esos tipos sociales».

³⁴ Para una descripción de lo que el movimiento de gobierno corporativo ha supuesto, vid. L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *El debate actual sobre el gobierno corporativo: aspectos metodológicos y de contenido*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», op. cit., pgs. 55-92 (pgs. 55-64) y, con una aproximación general, A. OLCESE SANTONIA, *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*, Ed. Marcial Pons, 2005, pgs. 207-237.

³⁵ Para un análisis doctrinal de la composición y funciones de las comisiones del consejo, se puede consultar A. ALONSO ÜREBA y A. RONCERO SÁNCHEZ, *Sistema de elección de los consejeros. Comité de Nombramientos*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», op. cit., pgs. 213-244; L. FERNANDO SANZ PARAISO, *Las comisiones de auditoría y cumplimiento*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», op. cit., pgs. 373-414; F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 741-755; L. A. VELASCO SAN PEDRO, *El comité de auditoría*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., pgs. 1087-1126; M. A. DOMÍNGUEZ GARCÍA, *Retribución de los administradores de las sociedades cotizadas. La comisión de retribuciones*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., pgs. 1055-1086.

³⁶ Respecto de la delegación de facultades del consejo de administración, vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 545-583; F. MARTÍNEZ

reglamento³⁷ que será aprobado por el propio consejo de administración, comunicado a la CNMV, inscrito en el Registro Mercantil y del que se dará cumplida información a los accionistas reunidos en junta general con ocasión de su aprobación o de cualquier modificación del mismo. Este reglamento podrá comprender al consejo y a sus comisiones o, alternativamente, éstas podrán contar con reglamentos propios.

En lo que afecta a este trabajo, lo relevante es que la decisión sobre facilitar información a los oferentes o potenciales oferentes en un proceso de OPAs y determinar qué información debe facilitarse, es una función que debe corresponder al consejo de administración y debe formar parte, en mi opinión, de su núcleo de funciones indelegables, salvo en supuestos de urgencia. Sin embargo, ni la atribución de las funciones ni el que se trate de una función no delegable se encuentran entre las funciones indelegables³⁸ contenidas en el artículo 141.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, sino que constituirá, en su caso, una autolimitación del propio consejo que deberá incluir en su reglamento³⁹.

En este mismo sentido, ya el Informe Olivencia señaló que debían identificarse un conjunto de facultades indelegables que pertenecieran al núcleo de su cometido institucional que radica en la función general de supervisión de la actividad societaria. Entre ellas incluye, expresamente,

SANZ, *Régimen interno y delegación de facultades en el consejo de administración*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje al profesor F. Sánchez Calero», op. cit., vol. II, pg. 1751; J. A. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYNS, *La delegación de facultades por el consejo de administración en la sociedad anónima* en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje al profesor F. Sánchez Calero», op. cit., pgs. 1819 y ss.

³⁷ El reglamento del consejo se regula en el artículo 115 de la Ley del Mercado de Valores, en su redacción dada por la Ley 26/2003, de 17 de julio. Desde el punto de vista doctrinal se pueden consultar F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 695-701; y R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, op. cit., pg. 86.

³⁸ Sobre las funciones indelegables *ex lege* del consejo de administración, vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 545-583 (pgs. 560-564) y J. L. IGLESIAS PRADA, *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*, Ed. Tecnos, Madrid, 1971.

³⁹ El artículo 5 del Reglamento Tipo del consejo de administración ajustado al Código de Buen Gobierno (19 de mayo de 1998) incluye «la política de información y comunicación con los accionistas, los mercados y la opinión pública» entre las facultades que debe ejercer directamente el consejo.

la «determinación de las políticas de información y comunicación con los accionistas, los mercados y la opinión pública». El núcleo de facultades indelegables ha sido, igualmente, preocupación del Código Unificado de Buen Gobierno⁴⁰.

Lógicamente, en los supuestos en que la información sea solicitada en el contexto de una oferta de la que un accionista significativo sea parte o en un *buy-out* en el que participen, de una u otra manera, administradores ejecutivos de la sociedad afectada, la intervención del consejo de administración en la adopción de la decisión cobra una especial significación⁴¹ que refuerza, si cabe, la necesidad de que sea el propio consejo el que la adopte.

6. Régimen de actuación del órgano de administración de la sociedad objetivo en la toma de decisiones sobre las solicitudes de información que reciba

En lo que a efectos de este trabajo resulta relevante, nos podemos encontrar ante tres situaciones distintas: (i) que la operación sea promovida

⁴⁰ En similar sentido al Informe Olivencia, esta materia ha sido objeto de especial preocupación en el Código Unificado de Gobierno Corporativo de 22 de mayo de 2006. Por ello, dedica su Recomendación núm. 8 a que «El consejo asume, como núcleo de su misión, aprobar la estrategia de la compañía y la organización precisa para su puesta en práctica, así como supervisar y controlar que la dirección cumple los objetivos marcados y respeta el objeto e interés de la Compañía. Y que, a tal fin, el consejo en pleno se reserva la competencia de aprobar: (...) La política de gobierno corporativo (...) y b) Las siguientes decisiones: (...) (iii) La información financiera que, por su condición de cotizada, la Sociedad debe hacer pública periódicamente». Aunque no se prevé específicamente el facilitar información en un contexto de OPAs, goza, en mi opinión, de la misma o mayor relevancia para la sociedad y tiene perfecto encaje en el espíritu de la recomendación. Para un comentario sobre este aspecto del Código Unificado, vid. R. MATEU DE ROS, *El Código unificado...*, op. cit., pgs. 175-190.

⁴¹ El Código unificado de buen gobierno señala, expresamente, entre las competencias del consejo que deben ser indelegables, salvo por razones de urgencia y con posterior ratificación, las operaciones que la sociedad realice con consejeros, con accionistas significativos o representados en el consejo, o con personas a ellos vinculadas (Recomendación 8.c.) siempre que no se trate de operaciones en masa a precios de mercado y que representen menos del 1 por ciento de los ingresos anuales de la sociedad. Aunque parece referirse a operaciones en el sentido de transacciones económicas, el facilitar la información a estas personas vinculadas en un contexto de OPAs merece, en mi opinión, igual tratamiento. Vid. comentario en R. MATEU DE ROS, *El Código unificado...*, op. cit., pgs. 187-190.

por una entidad que cuente con la colaboración o con el compromiso de permanencia de los directivos de la sociedad objetivo para la realización de la operación (supuesto muy habitual en la práctica de los LBOs), (ii) que la operación sea promovida por los directivos de la sociedad objetivo (MBO), o (iii) que la operación sea promovida con la colaboración de uno o varios accionistas de la sociedad objetivo que estén representados en su consejo de administración.

Tanto si nos encontramos ante un LBO con participación del equipo directivo como si se trata de un MBO es posible, dependiendo de la estructura de la operación, que se planteen potenciales conflictos de intereses entre los socios y los directivos de la sociedad objetivo, considerando algunos autores que dichos conflictos pueden llegar a ser de tal magnitud que deberían suponer la prohibición *ex lege* de determinadas operaciones de MBO⁴². La razón, para dicha conclusión, siempre según esa posición doctrinal, es que el equipo directivo pretenderá minimizar el precio con la esperanza de facilitar la transacción y de mejorar su situación de cara a una posterior desinversión, cuando el interés de los socios es maximizarlo⁴³.

Sin embargo, es posible pensar en el mismo problema en supuestos en los que, aun tratándose de una operación de adquisición sin participación del equipo directivo en la compra, éste pueda tener un interés particular en la operación. Se trata de una situación muy frecuente ya que estas operaciones suelen incluir importantes incentivos a los directivos en los casos de venta o de éxito financiero en la futura reventa por el comprador. Además, si de interés personal hablamos, no podemos olvidar que los directivos tendrán, siempre, un interés personal en la continuidad en sus puestos de trabajo que podrá entrar en conflicto con la recomendación de vender o, alternativamente, un interés en que la oferta tenga éxito cuando sus indemnizaciones por resolución de sus contratos de trabajo o sus rela-

⁴² C. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas o leveraged buy-out* en la Revista de Derecho Mercantil, núm. 232, 1999, pg. 619.

⁴³ A este respecto, C. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ cita en la nota 75 de *La prohibición de asistencia financiera...*, op. cit. BENNER PAINE, *Management by-outs and managerial ethics*, California Management Review, 1988, pgs. 89-106.

ciones profesionales prevean su devengo en supuestos de cambio de control.

De hecho el conflicto de intereses, en sus múltiples manifestaciones, es un problema universal que no se limita a las relaciones entre directivos y accionistas y que, en buena medida, es fundamento del movimiento de buen gobierno corporativo⁴⁴.

Por lo tanto, cabe afirmar que la existencia de un potencial conflicto de intereses o, al menos, de una falta de alineación entre los intereses de los socios y los del equipo directivo no es privativo de las operaciones de exclusión consistentes en un LBO o MBO y puede darse (y de hecho se da) en cualquier operación corporativa que afecte a la composición accionarial o patrimonial de la sociedad objetivo a la que serán de aplicación las normas previstas, con carácter general, en el derecho societario para los conflictos de intereses.

Por otra parte, en el caso de que sea un accionista representado en el consejo el que colabore en la operación, estaremos ante un doble potencial

⁴⁴ A. CUERVO GARCÍA, *El problema de la empresa. Un problema de conflicto de intereses*, en E. BUENO CAMPOS (dir.), «El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza», Ed. Pirámide 2004, pgs. 115-135: «La empresa puede ser vista como un conjunto de conflictos entre accionistas, directivos, y empleados. Así, podemos distinguir cuatro tipos de conflictos: conflictos sobre el control de los directivos (por parte de los accionistas); conflictos entre insiders y outsiders (directivos y empleados frente a accionistas); conflictos de propiedad entre accionistas de control y el accionariado diluido; conflictos de clases (empleados contra accionistas y directivos, al considerar a estos simples administradores del capital) y conflictos de servicios provocados por el desplome de las "murallas chinas" en auditoría y análisis de inversiones». El profesor CUERVO esquematiza en las líneas anteriores la génesis del *corporate governance* o gobierno corporativo de las empresas, puesto de manifiesto inicialmente en Estados Unidos.

La doctrina norteamericana pronto señaló que frente a los conflictos de intereses debían reforzarse los deberes de lealtad. En palabras de R. C. CLARK, *Corporate...*, op. cit., pg. 141: «*This duty prohibits the fiduciaries from taking advantage of their beneficiaries by means of fraudulent or unfair transactions*», para añadir, «*As for possible remedies, the legal system may try to control unfairness in such transactions by one of two ways: by forbidding them entirely or by subjecting them to approval or disapproval under some substantive test – for example – fairness – that its applied by special election makers such as disinterested directors or courts*» (pg. 148). En similar sentido, J. COFFE, *Instable conditions: corporate governance as a multi-player game*, The Georgetown Law Journal, vol. 78, 1990, pgs. 1495-1549.

conflicto de intereses (i) entre el consejero dominical y el resto de los accionistas y (ii) entre el accionista que colabora en la oferta y los restantes accionistas.

Para concluir sobre el régimen jurídico aplicable a estos casos, analizaremos, la normativa aplicable en derecho español a cada uno de estos supuestos.

6.1. CONFLICTOS ENTRE ACCIONISTAS Y EJECUTIVOS

Para el análisis apuntado creo importante destacar que, a efectos del tipo de operaciones que nos ocupa, es muy distinto que la adquisición se proyecte sobre una sociedad con un socio de referencia o un grupo de control o sobre una sociedad abierta y con un accionariado disperso. En el primer caso, es evidente que el socio o grupo de control tendrá una mayor capacidad de vigilancia sobre los gestores y de reacción frente a las situaciones de eventual conflicto de intereses que afecten a estos últimos. Por el contrario, en el ámbito de las sociedades abiertas y con accionariado disperso, sin accionista que pueda ejercer la referida función de vigilancia, el problema es, evidentemente, más importante y deberá atajarse desde el ámbito de las normas societarias sobre los deberes de los administradores. Lo anterior no es más que una manifestación del problema de agencia, del que se ha ocupado desde hace tiempo la doctrina científica y para el que se han propuesto diversas soluciones⁴⁵.

⁴⁵ C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., pgs. 67-68. A este respecto, el profesor PAZ-ARES recapitula los instrumentos más importantes de salvaguardia y supervisión para superar el problema de la agencia entre los *insiders* y los intereses de los *outsiders* en los términos siguientes: «(i) la constitución de un consejo de administración con alta capacidad de supervisión de la instancia ejecutiva de la compañía; (ii) el establecimiento de un sistema de OPAs y de mecanismos de lucha para la obtención de delegaciones de votos, que faciliten la competencia por el control; (iii) el diseño de sistemas de remuneración y contratos de incentivos capaces de reconciliar los intereses de los managers y los intereses de los inversores; (iv) la concentración parcial de la propiedad y la centralización del control en manos de uno o varios accionistas de referencia con incentivos suficientes para vigilar al management; (v) el reposicionamiento de los inversores institucionales como fuerzas pro activas en los foros de accionistas; y (vi) la implantación de un sistema efectivo de responsabilidad de los administradores con una adecuada definición de sus deberes fiduciarios».

Por otra parte, tampoco debe perderse de vista que, en último término, la decisión de venta corresponde a los socios titulares del capital de la sociedad objetivo y no a sus administradores o altos directivos. Éstos sólo tienen la posibilidad (aunque no es poca cosa) de entorpecer o dificultar las ofertas de terceros al tiempo que favorecen su propia oferta (en el caso de un MBO) o de otro tercero que consideren más favorable para sus intereses personales (por los incentivos que se les han prometido o por la mayor probabilidad de conservar sus puestos de trabajo) o de emitir recomendaciones a los socios en uno u otro sentido aunque, como veremos a continuación, nuestro ordenamiento jurídico ha establecido mecanismos específicos para atajar estos peligros, al menos en el caso del conflicto entre directivos y accionistas. Dicha normativa afecta, particularmente, al régimen de las sociedades cotizadas que es, sin duda, el tipo de sociedades en que la protección legal de los socios es más importante pues, como se ha indicado, en aquéllas con socio de referencia o grupo de control, situación más común en las sociedades cerradas, es éste el que se ocupa de la labor de control de los gestores.

Estos mecanismos son, con carácter general, la imposición a los administradores de un deber específico de lealtad cuyo incumplimiento puede acarrear la responsabilidad de los mismos ex artículo 133 de la Ley de Sociedades Anónimas y, por otro lado, algunos específicos en el marco de las ofertas públicas de adquisición de valores tales como los deberes generales de abstención de los administradores de la sociedad afectada o la obligación de igualdad informativa entre oferentes o potenciales oferentes.

6.1.1. Ámbito subjetivo: el equipo directivo

En la introducción de este apartado he hecho referencia, de manera genérica, al «equipo directivo» de la sociedad objetivo. Sin embargo, desde un punto de vista jurídico, es imprescindible distinguir dos grupos dentro de este colectivo: los consejeros ejecutivos y los altos directivos no consejeros.

El equipo directivo o gestor, o el *management* de la compañía está formado, desde un punto de vista organizativo, por aquellas personas que ocupan los primeros puestos jerárquicos (los altos ejecutivos) en la toma

de las decisiones empresariales de gestión. Tal y como ha señalado la doctrina⁴⁶, aunque el concepto es relativamente claro y sencillo de delimitar desde un punto de vista puramente organizativo dentro de la empresa (se suele identificar con el comité de dirección, la dirección general, etc.) no presenta unos contornos claros desde la perspectiva del derecho societario español.

En efecto, el equipo directivo está formado, por un lado, por aquellos miembros del órgano de administración que desempeñan funciones ejecutivas dentro de la empresa y, por otro lado, por aquellos empleados que, con independencia del tipo de relación laboral que tengan con la compañía, realizan labores de alta dirección⁴⁷, sin ser miembros del órgano de administración.

⁴⁶ J. JUSTE MENCIA, *La posición del equipo directivo en la estructura de gobierno de la sociedad cotizada: la responsabilidad de los consejeros ejecutivos y miembros de la alta dirección*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., pg. 1031.

⁴⁷ De acuerdo con el artículo 1.2 del Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección: «Se considera personal de alta dirección a aquellos trabajadores que ejercitan poderes inherentes a la titularidad jurídica de la empresa, y relativos a los objetos generales de la misma, con autonomía y plena responsabilidad sólo limitadas por los criterios e instrucciones directas emanadas de la persona o de los órganos superiores de gobierno y administración de la entidad que respectivamente ocupe aquella titularidad». Sin embargo, no cabe identificar la alta dirección de la empresa exclusivamente con aquellos empleados que hayan formalizado su relación laboral en virtud de un contrato de alta dirección amparado en el Real Decreto 1382/1985, pudiendo formar parte de la alta dirección empleados con relación laboral común, siempre que desempeñen funciones propias de un alto directivo.

La Ley de Sociedades Anónimas, se refiere en su disposición adicional tercera a «los directores generales y asimilados que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados (...)».

Por su parte, la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, se remite, para una definición de «directivos», al artículo 11.3 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Según dicho artículo 11.3, «se considera que ostentan cargos de administración o dirección en una entidad sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración y aquellas personas que desarrollen en la entidad, de hecho o de derecho, funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados de la misma, incluidos los apoderados que no restrinjan el ámbito de su representación o áreas o materias específicas o ajenas a la actividad que constituye el objeto de la entidad».

Finalmente, el Código unificado de buen gobierno define «altos directivos»

La relación de los primeros con la sociedad es básicamente de naturaleza orgánica⁴⁸, de carácter mercantil, sujeta al régimen jurídico establecido para los administradores en la Ley de Sociedades Anónimas y en los estatutos sociales, sin perjuicio de que dicha relación pueda compatibilizarse, en determinados casos (como suele ser el de los consejeros ejecutivos) con un contrato laboral o de prestación de servicios que regule las obligaciones y derechos concretos del administrador directivo.

Por el contrario, la relación de los altos directivos con la sociedad cae de lleno en el ámbito del derecho laboral, sin que les sea de aplicación el régimen jurídico de los administradores de las sociedades de capital y, en particular, los deberes impuestos a los mismos por la Ley de Sociedades Anónimas.

A este respecto, el Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas de enero de 2003 (conocido como «Informe Aldama») recomendaba la extensión subjetiva del deber de lealtad a, entre otros, los «altos ejecutivos de la sociedad, aunque no ostenten la condición de consejeros».

La Ley de Transparencia, sin embargo, al modificar el artículo 133 de la Ley de Sociedad Anónimas en julio de 2003, optó por extender el régimen de responsabilidad de los administradores únicamente a los administradores de hecho⁴⁹, pero no a los altos ejecu-

como «aquellos directivos que tengan dependencia directa del consejo o del primer ejecutivo de la compañía y, en todo caso, el auditor interno».

⁴⁸ F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 91 y ss. A este respecto, el profesor SÁNCHEZ CALERO manifiesta lo siguiente (pg. 93): «Como consecuencia del nacimiento de la relación orgánica se confía al administrador el desarrollo de un conjunto de funciones que surgen de la ley y de los estatutos, tanto en su aspecto interno (de relación del administrador con los socios, los órganos sociales y el desempeño de las tareas de gestión de la sociedad), como en su aspecto externo (de relaciones con los terceros)».

⁴⁹ La figura de los administradores de hecho no es un concepto jurídico acuñado de forma unívoca en la normativa española. Hasta la Ley Concursal, las referencias a los administradores de hecho podíamos encontrarlas en normas de carácter penal o de derecho administrativo sancionador, aunque, con posterioridad, dicha expresión se incluyó en la Ley de Sociedades Anónimas en virtud de la modificación operada por la Ley 26/2006, de 17 de julio (Ley de Transparencia). Para un comentario sobre la definición de administradores de hecho en derecho español, vid L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *La responsabilidad concursal de los*

tivos⁵⁰. A este respecto, la generalidad de la doctrina española ha afirmado la inaplicación de las normas sobre responsabilidad orgánica de los administradores al personal directivo de la sociedad, negando una extensión subjetiva de dicho régimen que la ley no ha considerado oportuna por las razones que fueren, a pesar de la recomendación del Informe Aldama. No obstante lo anterior, el profesor JUSTE MENCÍA considera que las obligaciones asumidas por el directivo incluyen la prohibición de realizar comportamientos como los tipificados para «*los administradores en la Ley de Sociedades Anónimas ya que su realización supondría una clara violación de la buena fe a la que llama, especialmente, la regulación del contrato con el directivo, a pesar de que no se encuentre en el RDAD [Real Decreto de Alta Dirección] su concreción*»⁵¹.

Coincido con la apreciación del profesor JUSTE MENCÍA en la medida en que parece evidente que los altos ejecutivos, formen o no parte del órgano de administración, están obligados, por la propia naturaleza de las funciones que se les encomiendan, a desempeñar su cargo con diligencia y lealtad a la compañía, aunque no puede olvidarse que los directivos están sometidos a la supervisión y control del órgano de administración, por lo que, formalmente, su posición no es igual a la de los administradores que reciben su mandato directamente de los socios.

6.1.2. *El deber de lealtad como mecanismo de protección frente a los conflictos de intereses*

Tal y como he indicado anteriormente, uno de los mecanismos principales de protección de los socios y del interés social en casos de conflicto de intereses de los administradores (aplicable con carácter general a cualquier situación de conflicto) es el deber de lealtad al que están sujetos los

administradores de sociedades de capital, en AAVV, «Comentarios a la Ley Concursal», op. cit., pgs. 701-721 (pgs. 707-710). Un estudio completo sobre la figura del administrador de hecho se puede encontrar en N. LATORRE GINER, *El administrador de hecho en la sociedad de capital*, Ed. Comares, 2003.

⁵⁰ Para un análisis detallado de la modificación de la Ley 26/2006, de 17 de julio (Ley de Transparencia) en este punto y la extensión del régimen de responsabilidad a los administradores de hecho, vid. J. JUSTE MENCÍA, *La posición del equipo directivo...*, op. cit., pgs. 1040-1043.

⁵¹ J. JUSTE MENCÍA, *La posición...*, op. cit., pgs. 1037-1039.

administradores y cuyo incumplimiento puede dar lugar a la exigencia de responsabilidad civil *ex* artículo 133 de la Ley de Sociedades Anónimas.

A este respecto, el artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas, en su apartado 3, establece la obligación de los administradores de comunicar al consejo cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener con el interés de la sociedad y establece que, en ese caso, el administrador afectado se abstendrá de intervenir en la operación a que el conflicto se refiera.

El régimen legal de los conflictos de intereses de los administradores se basa, por tanto, en dos pilares: la información (*disclosure*) y la abstención: el administrador en conflicto deberá informar de su situación y abstenerse de intervenir, de tal forma que la situación sea conocida por la sociedad y el administrador no pueda influir en las decisiones sobre las que potencialmente podría tener conflicto.

Aunque no existe una regulación específica de los conflictos de intereses en el marco de las operaciones de adquisición (y, mucho menos, en el de las compras apalancadas), entiendo que el régimen legal general aplicable es suficiente para atajar los peligros de las operaciones de LBO en las que interviene o, incluso, son lideradas por el equipo directivo.

A) *Antecedentes del régimen jurídico español en relación con los conflictos de intereses*

Hasta el año 2003, la Ley de Sociedades Anónimas no contenía un tratamiento específico de los conflictos de intereses de los administradores de este tipo social, ni una regulación pormenorizada de sus deberes en el ejercicio de sus cargos, más allá del artículo 132.2 que establece que los administradores que lo fueran de otra sociedad competidora y las personas que bajo cualquier forma tengan intereses opuestos a los de la sociedad cesarán en sus cargos a petición de cualquier socio y por acuerdo de la junta general, dándose un tratamiento unitario a los deberes de los administradores que se concretaban en el lacónico artículo 127 del referido texto legal⁵².

⁵² Dicho artículo dispone lo siguiente: «1. Los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal. 2. Deberán guardar secreto sobre las informaciones de carácter confidencial, aun después de cesar en sus funciones». Para un comentario al respecto, vid., por todos,

La Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995 se adelantó e introdujo, para este tipo societario, determinadas normas reguladoras de las situaciones de conflicto de intereses. En concreto, el artículo 52 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada prohíbe a los socios ejercer el derecho de voto correspondiente a sus participaciones sociales cuando se dé un supuesto de conflicto entre socio y sociedad. Este precepto se refiere a los supuestos en los que se somete a la aprobación de la junta un acuerdo que conceda a un socio un derecho, le libere de una obligación o por el que la sociedad decida anticiparle fondos, concederle créditos o préstamos, prestar garantías en su favor o facilitarle asistencia financiera, así como, cuando siendo administrador, el acuerdo se refiera a la dispensa de prohibición de competencia o al establecimiento con la sociedad de una relación de prestación de cualquier tipo de obra o servicios⁵³.

Además, el mismo texto legal contiene dos normas específicas que inciden sobre la materia analizada: por un lado, el artículo 65⁵⁴ que prohíbe a los administradores dedicarse, por cuenta propia o ajena al mismo, análogo o complementario género de actividad que constituya el objeto social y, por otro lado, el artículo 67 que requiere el acuerdo de la junta de socios para el establecimiento o modificación de cualquier clase de relaciones de prestación de servicios o de obra entre la sociedad y uno o varios de sus administradores.

Sin embargo, dichas normas no eran (ni son), en mi opinión, aplicables en sede de sociedades anónimas y, mucho menos, cuando se trata de sociedades cotizadas. A pesar de que la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada es posterior a la de sociedades anónimas; distintos son los argumentos que, pese a la vacilante doctrina, sustentan esta conclusión⁵⁵.

M. A. ALCALÁ DÍAZ, *El deber de fidelidad de los administradores: El conflicto de interés administrador-sociedad*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», op. cit., pgs. 447-496 (pg. 451).

⁵³ Ver a este respecto los interesantes comentarios de J. M. EMBID IRUJO en I. ARROYO MARTÍNEZ y J. M. EMBID IRUJO (coordinadores), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Ed. Tecnos, 1997, pgs. 560-571.

⁵⁴ J. M. EMBID IRUJO, *Comentarios...*, op. cit., pgs. 686-694.

⁵⁵ J. M. EMBID IRUJO, *Comentarios...*, op. cit., pg. 564: «Por otro lado, las relaciones entre las dos leyes fundamentales de nuestro derecho de sociedades tampoco han sido debidamente aclaradas por el legislador. Sabemos, sí, que la LSA no constituye derecho supletorio de la LSRL, lo que no ha impedido la acogida en esta última de buen número de instituciones y criterios de regulación de

En primer lugar, razones de política legislativa. Con la publicación de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada se modificaron diversos preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas, sin que se introdujeran en ella los preceptos relativos a los conflictos de intereses anteriormente citados.

Por otra parte, la publicación de la Ley de Transparencia, lejos de unificar las normas societarias y extenderlas a todos los tipos sociales, creó una nueva categoría: las normas aplicables a las sociedades anónimas cotizadas. Pese a las dudas sobre la conveniencia de que la ley estableciera esa tercera categoría, este hecho refuerza la tesis de la especialización normativa defendida. Así, en mi opinión, las normas de cada tipo social son exclusivamente aplicables al mismo y, por tanto, no cabe aplicar, el régimen establecido en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada a las sociedades anónimas, salvo cuando así se establezca expresamente.

En el ámbito de las sociedades anónimas no existía, por tanto, hasta 2003, un régimen específico sobre conflictos de intereses de los administradores, al margen de lo dispuesto en el citado artículo 132.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Ante dicha ausencia de normas, tanto el Informe Olivencia como el Aldama manifestaron su especial interés por los conflictos de intereses y,

la primera. Pero desconocemos por completo si la normativa de limitadas puede suplir o colmar, en su caso, las lagunas o insuficiencias de la LSA. Al margen de la postura general que pueda mantenerse, en el tema que nos ocupa no parece descabellado atribuir a la LSRL un cierto valor ejemplar para la ley de anónimas. Es verdad, no obstante, que algunos de los supuestos de conflicto aparecen vinculados a rasgos aparentemente típicos de la sociedad limitada, como el relativo a la exclusión del socio o a la prohibición de competencia, en el caso de que el socio sea, a la vez, administrador. Los restantes ejemplos parecen, de cualquier modo, trasladables al marco de la sociedad anónima, bajo un principio de numerus clausus que, por coherencia en nuestro derecho societario, habría que entender en todo caso vigente. Quedaría por precisar, finalmente, la viabilidad de la consecuencia jurídica establecida en el artículo 52 LSRL —la prohibición del voto para el socio en conflicto— respecto de la sociedad anónima. No parece fácil defender, sin expresa previsión legislativa, una consecuencia de semejante entidad para quien se encuentre en situación de conflicto de intereses con la sociedad (anónima). Pero sí serviría, a nuestro juicio, para preconstituir el vicio del acuerdo social adoptado con el voto del socio en conflicto, allanando el camino a su impugnación».

en concreto, este último⁵⁶ enfatizó la necesidad de que los deberes de lealtad tuvieran un expreso reconocimiento legislativo, lo que motivó la reforma operada por la Ley de Transparencia.

Su exposición de motivos es, en este sentido, clarificadora y establece que su objeto es dar soporte normativo a las siguientes materias:

- a) Los deberes de información y transparencia.
- b) La definición y régimen de los deberes de los administradores, especialmente en el ámbito de los conflictos de intereses.
- c) La obligación de dotarse de un conjunto de mecanismos en materia de gobierno corporativo que comprendan, entre otros, un informe anual de gobierno corporativo, el reglamento del consejo de Administración, y el de la junta general.

Por tanto, entre los objetivos fundamentales de la Ley de Transparencia estuvieron aumentar la transparencia en el mercado y regular los conflictos de intereses⁵⁷ de los administradores.

B) *Los deberes de los administradores tras la reforma del año 2003*

La Ley de Sociedades Anónimas dedica los artículos 127 a 127 quáter a regular los deberes generales de los administradores, sin perjuicio de los restantes deberes específicos establecidos en la Ley de Sociedades Anónimas (como, por ejemplo, la obligación de formular las cuentas anuales dentro de los tres meses siguientes al cierre del ejercicio social o la de

⁵⁶ Para un comentario crítico sobre la solución dada por la Ley de Transparencia a este asunto, ver C. PAZ ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., del que resultan especialmente útiles para el asunto aquí tratado los comentarios realizados en las páginas 99-101 en las que el autor pone de manifiesto las deficiencias del proyecto de Ley de Transparencia en relación con los deberes de lealtad que, sin embargo, no fueron corregidas en el texto finalmente aprobado. Vid. igualmente F. SÁNCHEZ CALERO, *Observaciones preliminares al proyecto...*, op. cit., pgs. 42-47.

⁵⁷ Ver en este sentido: A. ALONSO UREBA, *Diferenciación de funciones (supervisión y dirección) y tipología de consejeros (ejecutivos y no ejecutivos) en la perspectiva de los artículos 133.3 (responsabilidad de administradores) y 141.1 (autoorganización del consejo) del TRLSA*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 25, 2005-2, pgs. 19-69; R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, op. cit.; F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit.; J. QUIJANO GONZÁLEZ y V. MAMBRILLA RIVERA, *Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad. En particular, los conflictos de interés y las operaciones vinculadas*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», op. cit., vol. II, pgs. 958-971.

convocar la junta general de accionistas cuando así lo solicite el 5% del capital social).

Tal y como señala el profesor SÁNCHEZ CALERO⁵⁸, «la actuación de los administradores se orienta fundamentalmente en dos direcciones. La primera de ellas hace referencia al cuidado de modo permanente de la gestión de la sociedad [...]. Aspecto éste de la actuación de los administradores que se refiere, en definitiva al cuidado de la gestión de la empresa que constituye la actividad de la sociedad, la cual se ha de concretar en un conjunto de actos que han de tener influencia en el patrimonio social; de forma que, desde esta perspectiva, puede decirse que el patrimonio de la sociedad es el objeto de la administración. La segunda de las actividades de los administradores va dirigida a la organización de la vida de la sociedad, de modo especial al funcionamiento de la sociedad (en particular, al de los otros órganos sociales) y al respecto de los derechos individuales de los accionistas».

Los administradores son, pues, los depositarios de la confianza de los accionistas y sobre ellos pesa la responsabilidad de gestionar el patrimonio social que les es confiado, tanto en su aspecto empresarial (gestión empresarial) como en su aspecto organizativo (organización y funcionamiento de la persona jurídica que soporta la empresa). Por ello, se suele hablar, por influencia de la literatura anglosajona, de «deberes fiduciarios», aunque este adjetivo tiene en nuestro sistema jurídico un alcance bastante preciso que no coincide con el término «fiduciary», utilizado en los sistemas del *common law* y vinculado a la institución del *trust*.

Estos deberes generales de los administradores de las sociedades anónimas se concretan en las obligaciones de diligente administración, de fidelidad, de lealtad y de secreto (artículos 127, 127 bis, 127 ter y 127 quáter de la Ley de Sociedades Anónimas).

Así, en primer lugar, los administradores deben desempeñar «su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y un representante leal», informándose «diligentemente sobre la marcha de la sociedad» (artículo 127 de la Ley de Sociedades Anónimas). Según la doctrina más autori-

⁵⁸ F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 161 y ss. (pg. 164).

zada⁵⁹, los administradores deben llevar a cabo una regular y prudente administración que ha de vincularse a obligaciones de medios y no de resultados, es decir, que el grado de diligencia no podrá medirse por el perjuicio que cause una determinada decisión en los resultados patrimoniales sino que se ha de valorar a partir de otros parámetros entre los que se encuentran el estudio y la información de las decisiones adoptadas, así como la tutela de los intereses sociales.

En segundo lugar, los administradores deben cumplir su cometido con fidelidad y lealtad al interés social, «entendido como interés de la sociedad», recogiendo la ley diversos supuestos encuadrados dentro de los que se califican como deberes de lealtad vinculados, además, a los deberes de fidelidad (artículos 127 y 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas).

Finalmente, el artículo 127 quáter de la Ley de Sociedades Anónimas se refiere al deber de secreto de los administradores que «deberán guardar secreto de las informaciones de carácter confidencial, estando obligados a guardar reserva de las informaciones, datos, informes o antecedentes que conozcan como consecuencia del ejercicio del cargo».

En particular, en relación con los conflictos de intereses, el artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas relativo a los deberes de lealtad de los administradores, en su apartado 3, establece lo siguiente:

«Los administradores deberán comunicar al consejo de administración cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener con el interés de la sociedad. En caso de conflicto, el administrador afectado se abstendrá de intervenir en la operación a que el conflicto se refiera.

En todo caso, las situaciones de conflicto de intereses en que se encuentren los administradores de la sociedad serán objeto de información en el informe anual de gobierno corporativo».

Esta obligación se extiende igualmente a los administradores de hecho⁶⁰ y, en determinados casos, a las personas vinculadas con los adminis-

⁵⁹ Vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 166-173.

⁶⁰ La extensión legal a los administradores de hecho presenta contornos difusos pero no puede interpretarse como la extensión de los deberes fiduciarios establecidos por la Ley de Sociedades Anónimas a todos los sujetos citados por el Informe Aldama.

«El anterior concepto legal abarca, ciertamente, tanto a quien frente a terceros actúa como auténtico administrador, como a quien adopta las decisiones correspondientes de manera oculta». J. JUSTE, *La posición...*, op. cit., pg. 1041. En el mismo sentido, N. LATORRE, *El administrador de hecho en las sociedades de capital*, Ed. Comares, 2003, y F. MARTÍNEZ SANZ, *Ámbito subjetivo de la responsabili-*

tradores según la definición de «persona vinculada» contenida en el apartado 5 del artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas⁶¹.

C) Alcance del deber de lealtad

La Ley de Sociedades Anónimas, tras la reforma operada por la Ley de Transparencia, regula de forma específica y separada, en los términos anteriormente señalados, los deberes de diligente administración, fidelidad, lealtad y secreto.

En concreto, en cuanto al deber de lealtad, se han incorporado a la Ley de Sociedades Anónimas cuatro supuestos en el artículo 127 ter⁶².

a) Prohibición de utilizar el nombre de la sociedad o de invocar la condición de administrador de la misma para la realización de operaciones por cuenta propia o de personas a él vinculadas.

b) Prohibición de realizar, en beneficio propio o de personas vinculadas a los administradores, inversiones o cualesquiera operaciones ligadas a los bienes de la sociedad, de las que haya tenido conocimiento con ocasión

dad, en A. ROJO y E. BELTRÁN (dirs.), «La responsabilidad de los Administradores», Ed. 2005, pgs. 56-58.

La participación de los directivos en la gestión, con la autonomía amplia que le concede su posición como alto directivo no es suficiente para atraer su responsabilidad como alto directivo. En este sentido, J. JUSTE, *La posición...* op. cit., pg. 1042, N. LATORRE, *El administrador...* op. cit., pgs. 78 y ss. y las STS de 22 de marzo de 2004 (RJ 2004, 1661) y STS de 24 de septiembre de 2001 (RJ 2001, 7489).

⁶¹ En relación con los administradores personas físicas, tienen la condición de personas vinculadas: (i) el cónyuge del administrador o las personas con análoga relación de afectividad, (ii) los ascendientes, descendientes y hermanos del administrador o del cónyuge del administrador; (iii) los cónyuges de los ascendientes, de los descendientes y hermanos del administrador y (iv) las sociedades en las que el administrador por sí o por persona interpuesta, se encuentren en alguna de las situaciones contempladas en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores.

En caso de que el administrador sea una persona jurídica, la relación de vinculación se delimita en torno al concepto de grupo, considerándose vinculada con la persona jurídica administrador los socios que se encuentren respecto de ella en alguna de las situaciones incluidas en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, así como las sociedades que forman parte del mismo grupo tal y como se define en el mismo artículo, los administradores, de derecho o de hecho, los liquidadores y los apoderados con poderes generales del administrador persona jurídica y, finalmente, las personas que respecto del representante persona física del administrador persona jurídica tengan la consideración de personas vinculadas a los administradores personas físicas.

⁶² C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit.; echa en falta una cláusula general que, utilizando sus palabras, «pudiera albergar la fenomenología residual» (pgs. 99-101).

del ejercicio del cargo, cuando la inversión o la operación hubiera sido ofrecida a la sociedad o la sociedad tuviera interés en ella, siempre que la sociedad no haya desestimado dicha inversión u operación sin mediar influencia del administrador.

c) Los administradores deberán comunicar la participación que tuvieren en el capital de una sociedad con el mismo, análogo o complementario género de actividad del que constituya el objeto social, así como los cargos o las funciones que en ella ejerzan y la realización por cuenta propia o ajena del mismo, análogo o complementario género de actividad.

d) Por último, aunque no es éste el orden que sigue el artículo 127 ter, los administradores deberán comunicar al consejo de administración cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener con el interés de la sociedad.

En este supuesto, la obligación que impone la Ley es la de abstenerse de intervenir en la operación a la que el conflicto se refiera⁶³.

De esta forma, la regulación de los conflictos de intereses en sociedades anónimas establece dos obligaciones para los administradores y una para la sociedad:

a) Para los administradores, las obligaciones de comunicar al consejo de administración cualquier conflicto de intereses, directo o indirecto, que pudiera surgir y de abstenerse de intervenir en la operación a que el conflicto se refiere.

b) Para la sociedad, la de recoger el conflicto de intereses en el informe anual de gobierno corporativo lo que, obviamente, sólo resulta de aplicación a las sociedades cotizadas, únicas que están obligadas a preparar anualmente dicho informe conforme a lo dispuesto en el artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores, introducido por la Ley de Transparencia.

Adicionalmente, en el ámbito de las sociedades cotizadas, el artículo 114 de la Ley del Mercado de Valores establece, conforme a la redacción introducida por la misma Ley de Transparencia, limitaciones al ejercicio del derecho de voto por parte de los administradores que tuvieran delegada la representación de otros accionistas en virtud de una solicitud pública de representación. En este caso, el administrador que obtenga las delegaciones no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas en aquellos puntos del orden del día en que se encuentre en conflicto de intereses y, en todo caso, respecto de las siguientes decisiones:

⁶³ Coincido con C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., pg. 100, en que uno de los defectos de la norma es no distinguir entre obligaciones instrumentales y obligaciones sustantivas. Entre las primeras cita la de información y transparencia, mientras que las sustantivas deben ser: transacciones vinculadas, oportunidades de negocio, uso de activos sociales y obligación de no competencia.

- a) Su nombramiento o ratificación como administrador.
- b) Su destitución, separación o cese como administrador.
- c) El ejercicio de la acción social de responsabilidad dirigida contra él.
- d) La aprobación o ratificación, cuando proceda, de operaciones de la sociedad con el administrador de que se trate, sociedades controladas por él o a las que represente, o personas que actúen por su cuenta.

En estos casos, insisto para sociedades anónimas cotizadas, la administración no podrá ejercer el derecho al voto de las acciones que represente, pero sí podrá votar con las acciones de las que sea titular.

D) Consecuencias del incumplimiento

En caso de incumplimiento de sus deberes de lealtad, los administradores de una sociedad de capital pueden incurrir en responsabilidad civil o penal.

a) Responsabilidad civil⁶⁴: siguiendo al profesor SÁNCHEZ CALERO, el régimen de responsabilidad civil de los administradores de una sociedad anónima está constituido por (i) el artículo 133 de la Ley de Sociedades Anónimas, en el que se enuncian los presupuestos para que surja la responsabilidad de los administradores, al tiempo que se ocupa de otros aspectos, (ii) la disciplina de la acción social de responsabilidad cuando los administradores hayan producido daño al patrimonio de la sociedad (artículo 134 de la Ley de Sociedades Anónimas), y (iii) por la referencia a la acción individual cuando los perjudicados por el acto lesivo de los administradores hayan sido directamente los socios o los terceros (artículo 135 de la Ley de Sociedades Anónimas).

El artículo 133 de la Ley de Sociedades Anónimas establece, en primer lugar, la responsabilidad civil de los administradores por actos propios, cuando causen daños a la sociedad, a los accionistas y a los acreedores sociales siempre que dichos actos se hayan realizado en contravención a la Ley o los estatutos o por incumplimiento de los deberes inherentes al desempeño del cargo. Por tanto, en lo que a este trabajo resulta relevante,

⁶⁴ Un estudio conjunto de la responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital en F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 283-457; y J. L. DÍAZ ECHEGARAY, *Deberes y responsabilidades...*, op. cit., pgs. 175-366.

el incumplimiento por el administrador de sus obligaciones de información y abstención en la toma de decisiones del órgano de administración con las que tengan un conflicto con la sociedad, convierte al administrador en responsable civil de los daños causados por dichas actuaciones.

El artículo 133.3 de la Ley de Sociedades Anónimas establece, para los supuestos contemplados, un régimen de responsabilidad solidaria de todos los miembros del órgano de administración salvo los que prueben que, no habiendo intervenido en la adopción o ejecución de las decisiones, desconocían su existencia o, conociéndola, hubieran hecho todo lo conveniente para evitar el daño, o al menos, se opusieran expresamente a él.

El artículo 134 de la Ley de Sociedades Anónimas establece el procedimiento para exigir la acción social de responsabilidad, que deberá ser ejercitada por la propia sociedad, previo acuerdo de la junta general de accionistas. Esta acción podrá ser ejercitada también por accionistas que representen el 5% del capital social cuando el acuerdo de la junta fuere contrario a la exigencia de responsabilidad a los administradores, o por los acreedores sociales cuando no haya sido ejercitada por la sociedad o sus accionistas, siempre que el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos.

Por su parte, el artículo 135 de la Ley de Sociedades regula la acción individual de responsabilidad, compatible con la acción social, en aquellos supuestos en que los administradores lesionen directamente los intereses de los socios o terceros.

b) Otras fuentes de responsabilidad de los administradores: los artículos 290 a 297 del Código Penal sobre los delitos societarios tipifican y sancionan penalmente distintas actuaciones de los administradores de hecho o de derecho.

En relación con los conflictos de intereses entre administradores y sociedad, el artículo 291 introduce el siguiente tipo penal «*los que prevaleciendo de su situación mayoritaria en la junta de accionistas o el órgano de administración de cualquier sociedad constituida o en formación, impusieran acuerdos abusivos, con ánimo de lucro propio o ajeno, en perjuicio de los demás socios, y sin que reporten beneficios a la misma (...)*».

Como es lógico, determinados conflictos de intereses entre administradores y sociedad podrían merecer un reproche penal sobre la base del citado artículo 291 del Código Penal. Sin embargo, es necesario llamar la atención sobre que el tipo requiere la concurrencia de dolo específico y que el acuerdo debe ser abusivo por lesionar alguno de los derechos inherentes a la condición de socio, ya sean éstos legales o estatutarios.

6.2. CONFLICTO DE INTERESES ENTRE ACCIONISTAS Y CONSEJEROS DOMINICALES

A este supuesto le son aplicables la totalidad de las consideraciones expuestas para los consejeros ejecutivos ya que el estatuto de consejero y, por tanto, sus deberes como tales son comunes a todos los consejeros con independencia de cuál sea la procedencia de su nombramiento⁶⁵.

Por lo que se refiere a quiénes han de considerarse, a estos efectos, como consejeros en potencial conflicto de intereses y, por tanto, con obligación de información y abstención en los términos expuestos, en mi opinión –y dado que estamos en el ámbito de una oferta pública de adquisición de acciones– deben resultar de aplicación las presunciones previstas en el artículo 7 del Real Decreto 1066/2007 aun cuando creo que, igual que para el supuesto de la atribución de acciones a una misma persona en la definición reglamentaria de control, debe permitirse la prueba en contrario⁶⁶.

⁶⁵ En este sentido, exponiendo los matices de las diferentes responsabilidades funcionales entre consejeros, A. ALONSO UREBA, *Diferenciación de funciones (supervisión y dirección) y tipología de consejeros (ejecutivos y no ejecutivos) en la perspectiva de los arts. 133.3 (responsabilidad de los administradores) y 141.1 (autoorganización del consejo) del TRLSA*, Revista de Derecho de Sociedades, 2005-2 núm. 25, Ed. Aranzadi, pgs. 19-69 (pgs. 60-63) y el mismo autor en *El modelo de administración de la Sociedad Anónima cotizada*, en Revista de Derecho de Sociedades 2006-2 núm. 27, Ed. Aranzadi, pgs. 65-84 (pg. 69) y G. ESTEBAN VELASCO, *Reorganización de la composición del consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)*, Revista de Derecho de Sociedades, 2007, pgs. 85-114 (pgs. 85-87).

⁶⁶ Para un comentario sobre los términos en que se delimitaban en el artículo 3.9 del Real Decreto 1197/1991 acerca de cuándo se entienden designados los administradores por el titular de una participación, vid. J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas de adquisición de valores*, en F. URÍA (coordinador), «Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva», Ed. La Ley, 2007 pgs. 615-705 (pgs. 638-640).

6.3. CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE EL ACCIONISTA OFERENTE Y LOS RESTANTES

Tal y como anteriormente se ha señalado, no existe en derecho societario español una extensión de los deberes de los administradores, a los accionistas, ni siquiera cuando éstos controlen la sociedad. Por otra parte, no se impone a los accionistas de una sociedad anónima obligación alguna de abstención en caso de que la decisión pueda, eventualmente, ser sometida a decisión de la junta general de accionistas⁶⁷. Cabría, sin embargo, considerar si como consecuencia de que un accionista obtenga determinada información, en aplicación del principio de paridad de trato⁶⁸, los restantes accionistas tendrían derecho a tener acceso a la misma. Pues bien, en mi opinión, la respuesta debe ser negativa ya que en estos supuestos debe prevalecer la condición de oferente sobre la de accionista ya que aquélla y no la de accionista, es la razón por la que el artículo 46 del Real Decreto 1066/2007 le confiere los derechos analizados.

⁶⁷ No obstante, los estatutos sociales de una sociedad pueden limitar el ejercicio del derecho de voto a los accionistas en situación de conflicto de intereses. Dicha previsión no es habitual en los estatutos sociales de sociedades españolas pero sí se puede encontrar, por ejemplo, en los estatutos sociales de IBERDROLA, cuyo artículo 30, titulado «Conflictos de intereses», establece lo siguiente:

«1.- Los accionistas que participan en un proceso de fusión o escisión con la sociedad o que están llamados a suscribir una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente o a adquirir por cesión global el conjunto de los activos de la sociedad no podrán ejercitar su derecho de voto para la adopción de dichos acuerdos por la junta general.

2.- Lo previsto en el apartado anterior será igualmente aplicable, cuando los acuerdos afecten, (i) en el caso de un accionista persona física, a las entidades o sociedades controladas por dicha persona física, y (ii) en el supuesto de accionistas personas jurídicas, a las entidades o sociedades pertenecientes a su grupo (en el sentido indicado en el apartado cuarto del artículo vigésimo noveno), aun cuando estas últimas sociedades o entidades no sean accionistas.

3.- Si el accionista incurso en la prohibición de voto anteriormente prevista asistiera a la junta general, sus acciones se deducirán de las acciones asistentes a la junta general a los efectos de determinar el número de acciones sobre el que se computará la mayoría necesaria para la aprobación del acuerdo respecto del cual se halla en conflicto de interés».

⁶⁸ Un análisis del principio de paridad de trato entre accionistas, como principio configurador de la sociedad anónima, se puede encontrar en M. T. ORTUÑO BAEZA, *Reducción de capital en la sociedad Anónima. Un análisis a la luz del principio de paridad de trato*, Monografía asociada a la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 23. Ed. Aranzadi, 2004, pgs. 68-129.

7. Mecanismos de protección en el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. El deber de pasividad

Como he indicado anteriormente, el problema de los conflictos de intereses en el marco de operaciones de adquisición es más relevante respecto de sociedades cotizadas que en sociedades privadas pues, en estas últimas, suele existir un grupo de control que asume la supervisión del equipo directivo.

Por lo tanto, no es de extrañar que sea precisamente en sede de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores donde encontramos normas específicas que regulan la participación de los gestores de la sociedad objetivo en las operaciones de toma de control, imponiendo obligaciones específicas para atajar los problemas de deslealtad de los administradores que podrían producirse en este tipo de operaciones.

Sin embargo, al contrario de lo que ocurre, por ejemplo, en el Reino Unido (como veremos a continuación), la regulación española no establece normas específicas para el caso de que el equipo de gestión participe en o lidere la operación de toma de control, sino que serán de aplicación normas específicas y generales de transparencia y de abstención establecidas en la normativa societaria general.

7.1. REGULACIÓN EN EL REINO UNIDO

Con carácter adicional a la *passivity rule*⁶⁹, y al contrario de lo que sucede en España, en el Reino Unido encontramos una regulación específica de los conflictos de intereses en el ámbito de las ofertas públicas de adquisición, con referencias expresas a las operaciones de MBO o en las que los directivos de la sociedad afectada participan de alguna forma.

En este sentido, el *Takeover Code* inglés trata la cuestión en tres apartados o *Rules* diferentes.

⁶⁹ La *Rule 21.1* del *Takeover City* inglés contiene una regulación detallada del deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada una vez que se ha presentado una oferta pública de adquisición o se tienen razones para pensar que su presentación es inminente.

En la *Rule 3.1*, el *Takeover Code* trata la obligación del órgano de administración de la sociedad afectada de contar con asesoramiento independiente en relación con la oferta y, al respecto, dispone lo siguiente:

«The requirement for competent independent advice is of particular importance in cases where the offer is a management buy-out or similar transaction or is being made by the existing controller or group of controllers. In such cases, it is particularly important that the independence of the adviser is beyond question. Furthermore, the responsibility borne by the adviser is considerable and, for this reason, the board of the offeree company or potential offeree company should appoint an independent adviser as soon as possible after it becomes aware of the possibility that an offer may be made».

En la *Rule 16*, se tratan las modalidades de retención del equipo directivo de la sociedad objetivo y las condiciones en las que será lícito para el oferente ofrecer determinadas ventajas o incentivos al equipo gestor de la sociedad afectada:

«Sometimes an offeror may wish to arrange for the management of the offeree company to remain financially involved in the business. The methods by which this may be achieved vary but the principle which the Panel is concerned to safeguard is that the risk as well as the rewards associated with an equity shareholding should apply to the management's retained interest. For example, the Panel would not normally find acceptable an option arrangement which guaranteed the original offer price as a minimum. The Panel will require, as a condition of its consent, that the independent adviser to the offeree company publicly states that in its opinion the arrangements with the management of the offeree company are fair and reasonable. In addition, the Panel will also require such arrangements to be approved at a general meeting of the offeree company's shareholders. At this meeting the vote must be a vote of independent shareholders and must be taken on a poll. Holdings of convertible securities, options and other subscription rights may also be relevant in determining whether a general meeting is required, particularly where such rights are exercisable during an offer.

Where the offeror wishes to arrange other incentivisation for management to ensure their continued involvement in the business, the Panel will

require, as a condition of its consent, that the independent adviser to the offeree company publicly states that in its opinion the arrangements are fair and reasonable.

The Panel must be consulted in all circumstances where this Note may be relevant».

Finalmente, la *Rule 20.2* trata el problema de la asimetría informativa que puede existir en todo proceso de ofertas públicas competidoras cuando una de ellas está liderada o apoyada por el equipo directivo de la sociedad afectada. Así, aunque el *Takeover Code* establece un principio de igualdad informativa entre todos los oferentes o potenciales oferentes de buena fe, en el supuesto comentado se corre el riesgo de que la oferta liderada o participada por los directivos cuente con más y/o mejor información que los restantes oferentes y, por tanto, esté en una posición de ventaja. Para paliar este peligro, el apartado 3 de la *Rule 20.2*, titulada *Management buy-outs*, establece lo siguiente:

«If the offer or potential offer is a management buy-out or similar transaction, the information which this Rule requires to be given to competing offerors or potential offerors is that information generated by the offeree company (including the management of the offeree company acting in their capacity as such) which is passed to external providers or potential providers of finance (whether equity or debt) to the offeror or potential offeror. The Panel expects the directors of the offeree company who are involved in making the offer to co-operate with the independent directors of the offeree company and its advisers in the assembly of this information».

Debe destacarse, además, que la normativa inglesa se refiere al «management», no restringiendo su ámbito de aplicación a los administradores (directors) sino extendiéndolo a todo el equipo gestor.

7.2. LA NORMATIVA ESPAÑOLA DE OPAS

Tal y como se ha indicado anteriormente, la normativa española reguladora de las ofertas públicas de adquisición de valores (los artículos 34 y 60 a 61 de la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 1066/2007) no contienen normas específicas aplicables a las OPAs en las que el equipo

directivo participa o lidera la operación pero, en línea con la Directiva de OPAs, establece determinadas obligaciones de abstención e información para los administradores y directivos de la sociedad afectada que inciden sobre la cuestión analizada.

Así, en primer lugar, la obligación principal del órgano de administración y dirección de la sociedad afectada (y de cualquier órgano delegado o apoderado de la misma y de sus respectivos miembros, así como de las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y cualquiera que pudiera actuar concertadamente con los anteriores) es respetar la llamada «regla de pasividad» (*passivity rule*) establecida en el artículo 60 bis de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007, cuya finalidad es limitar formalmente la actuación de los administradores y directivos a fin de evitar una injerencia indebida de estos últimos en una transacción privada entre los socios preexistentes y el oferente que pretende hacerse con el control de la sociedad afectada.

En su virtud, desde el anuncio público de una oferta de adquisición (y hasta la publicación del resultado de la misma), los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada «deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas [...], antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada» (artículo 60 bis de la Ley del Mercado de Valores). Además, el nuevo artículo 60 bis de la Ley del Mercado de Valores excluye del deber de pasividad la búsqueda de ofertas competidoras pese a que se trata de una actuación que, a falta de dicha excepción, entraría dentro del ámbito de aplicación de la prohibición, dado que podría impedir el éxito de la oferta inicial en beneficio de una oferta competidora. Esta excepción se fundamenta en que se trata de actuaciones que se consideran beneficiosas para los accionistas actuales de la sociedad afectada.

Las previsiones del nuevo artículo 60 bis de la Ley del Mercado de Valores son consistentes y reproducen la regla de pasividad incluida en el artículo 9 de la Directiva de OPAs.

Cabe destacar que, frente a la redacción del antiguo artículo 14 del Real Decreto 1197/1991 (en el que se regulaba el deber de pasividad hasta

la entrada en vigor, el 13 de agosto de 2007, del nuevo Real Decreto 1066/2007) la nueva regulación en materia de OPAs excluye una referencia expresa a la prevalencia del interés de los accionistas sobre el de los gestores. En mi opinión, dicha modificación (debida seguramente a que la nueva regulación está recogida casi literalmente del texto del artículo 9 de la Directiva de OPAs) no significa una derogación del principio enunciado que, en todo caso, se puede deducir fácilmente de los deberes generales de los administradores y, específicamente, de las obligaciones que la normativa sobre ofertas públicas de adquisición imponen al órgano de administración y dirección de la sociedad afectada una vez anunciada una oferta. Tal y como hace constar el profesor GARRIDO GARCÍA⁷⁰, el derecho español ha configurado un deber positivo, el de hacer prevalecer el interés de los accionistas, pero del que no puede derivarse una actuación positiva: esto es, los administradores no pueden basarse en la existencia de un deber de prevalencia de los intereses de los accionistas para actuar, pues el principio es, precisamente, el de abstenerse de actuar.

Como ha destacado la doctrina, la *ratio legis* de estos preceptos es la siguiente: «*como agentes de los accionistas, los administradores deben actuar siempre en interés de los principales, no obstaculizando el desarrollo de la oferta ya que una vez que se ha formulado una OPA le corresponde a los accionistas decidir por sí mismos, sin interferencia de los administradores, su aceptación o rechazo, ya que el accionista es el mejor juez de sus propios intereses*»⁷¹.

El deber de pasividad supone, pues, la obligación de los administradores y directivos de no interferir en el transcurso natural de una oferta de adquisición de acciones formulada a los accionistas por el oferente, evitando que los administradores desplieguen, en beneficio propio, cualquier dispositivo que pueda hacer fracasar la oferta, y tiene su encaje dogmático dentro de los deberes de fidelidad de los administradores para con los

⁷⁰ J. M. GARRIDO GARCÍA, *La actuación de los administradores...*, op. cit., pgs. 2732 y 2733.

⁷¹ L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y M. M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición*, en la Revista de Derecho de Sociedades, 2002-1, número 18, pgs. 231 y ss.

accionistas⁷². Se trata, por tanto, de una norma que, de raíz, acaba con cualquier potencial conflicto de intereses que pudieran tener los administradores y directivos frente a la formulación de una oferta «hostil»⁷³.

En relación con esta cuestión, deben tenerse, además, en cuenta los siguientes aspectos:

(i) Nótese que los artículos 60 bis de la Ley del Mercado de Valores y 28.1 del Real Decreto 1066/2007 se refieren tanto al órgano de administración como a los órganos de dirección y, además, «a cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos» y «sus respectivos miembros». La normativa del mercado de valores ha pretendido, por tanto, extender el ámbito de aplicación del deber de pasividad a la totalidad del equipo gestor, sin limitarlo a los administradores.

(ii) La regulación expuesta pretende evitar las conductas de los gestores tendentes a entorpecer una oferta formulada o anunciada. Sin embargo, no es una norma que regule específicamente los conflictos de intereses de los gestores que participan o lideran una oferta, por lo que no resultará de utilidad para atajar las conductas consistentes en favorecer indebidamente la propia oferta en detrimento de otras ofertas, potenciales o efectivamente formuladas. A estos efectos habrá que estar al genérico deber de lealtad de los administradores sociales conforme al artículo 127 ter.3 de la Ley de Sociedades Anónimas.

El sistema se completa con la obligación impuesta a los administradores de la sociedad afectada por el artículo 24 del Real Decreto 1066/2007 de redactar y publicar un informe detallado sobre la oferta, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquella, su opinión respecto a la oferta y la intención de aceptar la oferta por los administradores que sean titulares de valores afectados.

De esta forma, unido al deber de pasividad que asegura que la oferta siga su curso normal sin injerencias indebidas, la normativa de aplicación

⁷² F. GÓMEZ POMAR y M^a I. SÁEZ LACAVE, *La eficacia del deber de pasividad...*, op. cit.

⁷³ Nótese que la terminología comúnmente empleada de OPA «hostil» suele referirse a una OPA no solicitada o aprobada por el consejo de administración de la sociedad afectada o el accionista de referencia. Sin embargo, una OPA no es más que una oferta de compra formulada a todos los accionistas de la sociedad, en términos equivalentes para todos ellos, que podrán aceptar o simplemente rechazar, por lo que desde el punto de vista de los accionistas minoritarios, una OPA no es ni «hostil» ni «amistosa», sino simplemente atractiva o no.

quiere que los accionistas cuenten con la información precisa para poder adoptar su decisión de acudir, o no, a la oferta de forma fundada.

Y, a este respecto y como novedad frente a la anterior regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores, el Real Decreto 1066/2007 introduce la obligación de que si algún miembro del órgano de administración tuviera algún conflicto de intereses, lo haga constar en el informe y explique la naturaleza de dicho conflicto, de tal forma que los accionistas a los que el informe se dirige puedan conocer las circunstancias precisas en las que dicho administrador formula su opinión a favor o en contra de la oferta.

En conclusión, de acuerdo con lo hasta aquí expuesto, la Ley de Sociedades Anónimas establece unas normas y procedimientos para el supuesto, entre otros, de que un determinado acuerdo plantee un conflicto de intereses entre la sociedad y sus administradores. Esta regulación establece una regla de abstención para el administrador en conflicto en relación con el acuerdo.

Además, en el ámbito de las ofertas públicas de adquisición de valores, la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 1066/2007 incorporan determinadas previsiones adicionales que tienen por objeto paliar los problemas de conflicto que pudieran existir con los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada.

Los peligros en este tipo de operaciones (particularmente en el caso de un accionariado minoritario y disperso, que es al que es necesario proteger en el ámbito de los conflictos), se solventan por la vía del deber de abstención de los administradores afectados por el conflicto en la operación en cuestión (sobre la base general del artículo 127 ter.3 de la Ley de Sociedades Anónimas o la particular del artículo 60 bis de la Ley del Mercado de Valores o el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007) y, por otra parte, facilitando información adecuada a los accionistas y socios sobre el conflicto.

8. Personas legitimadas para solicitar la información

Según el precepto reglamentario no sólo los oferentes están legitimados para solicitar información a la sociedad objetivo. En realidad, una

interpretación literal del mismo conduce fácilmente a la conclusión de que serían, en realidad los potenciales oferentes los principales legitimados para solicitar la información.

En efecto, según el apartado 3 del artículo 46 del Real Decreto 1066/2007 la sociedad objetivo condicionará la entrega de la información a su empleo al «*exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición*» lo que no parece posible una vez que dicha oferta ha sido ya presentada. No comparto, sin embargo esta interpretación literal ya que no guarda la lógica exigible a toda labor hermenéutica puesto que situaría en peor posición a quien hubiera presentado una oferta que a quien todavía no lo hubiera hecho, especialmente si consideramos que cualquier oferente puede modificar los términos de su oferta de acuerdo con lo previsto en la normativa de OPAs⁷⁴ y le está permitido participar, junto con los demás

⁷⁴ El artículo 31 del Real Decreto 1066/2007 establece, bajo la rúbrica «modificación de las características de la oferta» lo siguiente:

«1.- Se podrán modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos 5 días naturales previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea porque extienda la oferta inicial a un número superior de valores, ya porque mejore la contraprestación ofrecida o porque se eliminen o minoren las condiciones a las que, en su caso, estuviera sujeta la oferta. La modificación deberá respetar el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias.

En el caso de que la mejora de la contraprestación se realice modificando la naturaleza de la misma, será necesaria la opinión de un experto independiente que lo acredite, salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje de valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este Real Decreto.

2.- El oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de modificar su oferta, siempre que: (a) El oferente y el, o los, terceros con los que se asocie o concierte asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada; (b) La modificación de la identidad o composición del oferente y las demás variaciones se reflejen en un suplemento del folleto.

3.- La decisión o acuerdo de modificación de las características de la oferta se acreditará por el oferente en el suplemento en el que figuren detalladamente las modificaciones de las características de la oferta, con referencia expresa a cada uno de los puntos del folleto inicial a que afecten y con mención detallada y separada de las causas determinantes de la modificación. Las modificaciones deberán describirse con la misma precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados.

4.- La modificación de las condiciones de la oferta deberá ser sometida a la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que deberá resolver en un plazo no superior a tres días hábiles desde la recepción de la solicitud. Durante dicho plazo se suspenderá el cómputo del plazo de aceptación.

competidores, en un proceso de OPAs competidoras que, en caso de subsistencia de más de una oferta, finalizará en una subasta en sobre cerrado⁷⁵.

Por tanto, estarán, en mi opinión, legitimados tanto los oferentes como los potenciales oferentes. Sin embargo, en el caso de estos últimos la sociedad afectada deberá evaluar la idoneidad del potencial oferente para presentar su oferta y la realidad y seriedad de sus intenciones.

9. Momento en que la información debe ser solicitada

El Real Decreto 1066/2007 no delimita el momento temporal en que la información debe ser solicitada. En realidad, su referencia a potenciales

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, de considerarlo necesario para el mejor análisis de la modificación propuesta, podrá ampliar el plazo de aceptación de la oferta, publicándose dicha ampliación por la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web.

5.- Aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la modificación se publicará por el oferente el siguiente día hábil a dicha aprobación.

6.- Será de aplicación a la modificación lo previsto en el artículo 24, si bien el plazo para la emisión del informe del órgano de administración de la sociedad afectada será de 5 días naturales contados desde la fecha de publicación a que se refiere el anterior apartado 5. Si resultara necesario, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar convenientemente el plazo de aceptación.

7.- Salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos para la aceptación de la primera oferta, se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta revisada.

8.- Cuando se trate de ofertas competidoras se estará a lo establecido en el Capítulo IX de este Real Decreto».

Este artículo viene a sustituir el artículo 22 del Real Decreto 1197/1991, bajo la misma rúbrica. Para un comentario relativo a dicho precepto vid. J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 22.- Modificación de las características de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas...», op. cit., vol. II, pgs. 481-495.

⁷⁵ Este procedimiento se regula en los apartados 3 a 7 del artículo 45 del Real Decreto 1066/2007, con un procedimiento que presenta evidentes similitudes con el previsto en el artículo 36 del derogado Real Decreto 1197/1991 salvo por lo que se refiere a la ventaja que se le da al oferente inicial de mejorar una vez más las condiciones de su oferta tras el procedimiento de sobres siempre que se den los dos requisitos siguientes:

a) Que la contraprestación ofrecida en el sobre cerrado o a través de un medio equivalente no fuese inferior en un 2 por ciento a la contraprestación más alta ofrecida en los sobres o en un medio equivalente.

b) Que mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas al menos en un 1 por ciento; bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al menos en un 5 por ciento respecto de la mejor de las competidoras.

oferentes y los comentarios anteriores sobre la finalidad de dicha información permiten concluir que dicho requerimiento puede ser anterior a la formulación de la oferta y extensible a todo el proceso de la misma, hasta la finalización del plazo para la modificación de las ofertas o la presentación de OPAs competidoras.

10. Naturaleza de la información a facilitar

El artículo 46.3 del Real Decreto 1066/2007 delimita la información a facilitar: (i) debe ser solicitada específicamente por el oferente sin que quepa formular requerimientos de carácter general, (ii) debe ser «necesaria para la formulación de la oferta», (iii) debe emplearse exclusivamente a los efectos de formular una oferta pública de adquisición y (iv) debe protegerse su tratamiento confidencial.

Además, será necesario analizar las implicaciones que su carácter (relevante o privilegiado o, meramente, no público o confidencial) pudiera tener tanto en la actuación de los oferentes como de la sociedad objetivo.

10.1. INFORMACIÓN SOLICITADA POR EL OFERENTE

La sociedad objeto de una oferta pública de adquisición no está, en mi opinión, obligada a facilitar información a un oferente o potencial oferente. Dicha decisión se habrá de adoptar en atención al interés social⁷⁶ que, a

⁷⁶ El Informe Olivencia señaló que «el buen gobierno de las sociedades reclama una clara definición de los fines que debe perseguir la administración de la sociedad. La Comisión ha llegado al convencimiento de que la llamada "solución financiera" es la más adecuada para que haya un ejercicio efectivo y preciso del principio de responsabilidad y la que mejor responde a las expectativas de los inversores, que es a quienes, en definitiva, ha de darse cuenta y razón de la gestión. Por ello, recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe presidir la actuación del consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista». En el mismo apartado 1.3 del Informe se justifica esta opción porque «frente a otras definiciones o interpretaciones más amplias –pero también más confusas– del llamado "interés social", nos parece preferible ésta por varias razones: en primer lugar, porque proporciona al consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones; en segundo lugar, porque, en mercados competitivos favorece la formación del capital y la más correcta asignación de recursos; en tercer lugar, porque acompaña eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa». Como quiera

estos efectos, coincidirá con la maximización del valor de la sociedad en el medio y largo plazo, es decir no poniendo en peligro la viabilidad del negocio mediante el desglose de, por ejemplo, secretos industriales.

La sociedad objeto de una oferta pública de adquisición de acciones no estará, por otra parte, obligada a facilitar información de carácter general. El oferente o potencial oferente debe solicitar información concreta y no, por ejemplo, toda la información que haya sido facilitada a otras oferentes o potenciales oferentes. Esta interpretación, no sólo se corresponde con la literalidad del precepto⁷⁷ sino que es la que resulta de una interpretación sistemática del mismo ya que la información necesaria para que un oferente o potencial oferente presente una oferta no tiene por qué ser coin-

que a sus redactores les debió parecer una formulación insuficientemente matizada, añade: «pero esto no significa que el consejo y la dirección de la compañía hayan de perseguir los intereses de los accionistas a cualquier precio, desconociendo o considerando insuficientemente los que atañen a otros grupos implicados en la empresa y a la propia comunidad en que ésta se ubica. En este sentido, el interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse respetando las exigencias impuestas por el derecho (por ejemplo, normas fiscales o medioambientales), cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales explícitas e implícitas concertadas por otros interesados (trabajadores, proveedores, acreedores, clientes) y, en general observando aquellos deberes éticos que razonablemente sean apropiados para la responsable conducción de los negocios».

Esta posición fue, pese a la matización expuesta, criticada por parte de la doctrina (A. ALONSO UREBA, *El gobierno de las grandes empresas. Reforma legal vs. códigos de conducta*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El Gobierno de las sociedades cotizadas», op. cit., pg. 106. Pese a ello, dicha formulación pasó al reglamento tipo del consejo de administración que, en su artículo 6.2, establece: «El criterio que ha de presidir en todo momento la actuación del consejo de administración es la maximización del valor de la empresa».

El Informe Aldama mantuvo, aunque de forma menos clara y más matizada, por qué, a estos efectos, «valor no [debe ser] entendido ni única ni principalmente como valor de cotización bursátil en un determinado momento» (pg. 22), siguiendo la misma línea establecida por el Informe Olivencia, vid., a este respecto, el comentario de J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Creación de valor...*, op. cit., pgs. 875-876.

⁷⁷ Recordemos que el reiteradamente citado artículo 46 Real Decreto 1066/2007 establece que: «A tal fin [garantizar la igualdad informativa entre los oferentes competidores] y cuando sea específicamente requerida para ello por un oferente o potencial oferente de buena fe, la sociedad objeto de la oferta habrá de poner a su disposición la información solicitada siempre que ésta hubiera sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes». Por tanto, la información debe ser solicitada y deberá ser puesta a disposición sólo en el caso de que haya sido puesta a disposición de otros. Esta interpretación se refuerza con el apartado 3 del artículo 46 que se refiere a la información necesaria para la presentación de la oferta.

cidente con la que es necesaria para otro. Es, además, consistente con los precedentes de derecho comparado⁷⁸ que, a buen seguro, han sido considerados por el legislador español para redactar la norma.

10.2. INFORMACIÓN «NECESARIA PARA LA FORMULACIÓN DE LA OFERTA»

La información solicitada debe ser la necesaria para que cada oferente formule su oferta. Lógicamente, la naturaleza de dicha información será distinta dependiendo de factores como, por ejemplo, la identidad y características del oferente o la forma en la que se financiará la oferta.

En efecto, la información común, necesaria para todos los oferentes, se limitará a la requerida para la elaboración del folleto explicativo en los términos exigidos por el Real Decreto 1066/2007 y, en concreto, en su Anexo relativo al contenido del mismo. Dicha información se limita a aspectos que, con escasas excepciones, constituyen la información que debe hacer pública toda sociedad cotizada en su página web, en su información pública periódica, en su informe anual de gobierno corporativo y en los hechos relevantes que está obligada a comunicar al mercado a través de la CNMV.

La restante información dependerá, por tanto, de las específicas necesidades de cada oferente. El análisis que deberá llevar a cabo la sociedad afectada de la oferta abre un elevado grado de discrecionalidad y podrá requerir, a solicitud de ésta, de una cumplida justificación por el solicitante.

10.3. LA INFORMACIÓN SÓLO DEBE SER UTILIZADA PARA FORMULAR UNA OFERTA

La información obtenida al amparo del artículo 46 del Real Decreto 1066/2007 no puede ser utilizada para cualquier finalidad distinta a la presentación de la propia oferta. Cabe descartar, por tanto, su utilización

⁷⁸ Recordemos que la Nota (a) en la Rule 20.2 del Takeover Code inglés establece expresamente lo siguiente: «The less welcome offeror or potential offeror should specify the questions to which it requires answers. It is not entitled, by asking in general terms, to receive all the information supplied to its competitor».

para cualquier actividad comercial o mercantil, de reestructuración de su propia actividad, etc. Sin embargo, el problema no se suscita en relación con estas finalidades, claramente contrarias a la norma reglamentaria, sino respecto de la posible utilización de dicha información para que el oferente o potencial oferente adquiera acciones de la sociedad con carácter previo, simultáneo o posterior a la presentación de su oferta, lo que está expresamente admitido por el Real Decreto 1066/2007 que, como sabemos, modifica la OPA *a priori* o intencional de la normativa derogada por un sistema de OPA *a posteriori*⁷⁹ y admite expresamente —como también lo hacía la anterior normativa⁸⁰— la adquisición de acciones durante el período de la oferta. La contestación a esta pregunta debe partir de si dicha información es relevante en el sentido de la normativa sobre abuso de mercado, o no. En efecto, si la información solicitada por el oferente o potencial oferente es relevante en dicho sentido, no podrá ser utilizada para la adquisición de acciones al margen de la oferta. Sin embargo, como anteriormente se ha señalado, con carácter general, dicha información no tendrá tal carácter

⁷⁹ Para una descripción general del nuevo sistema de OPA *a posteriori*, aunque en referencia únicamente a la Directiva de OPAs, vid. J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas de adquisición de valores*, en F. URÍA (coordinador), «Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva», Ed. La Ley, 2006, pgs. 615-705.

⁸⁰ El artículo 23 del Real Decreto 1197/1991 establecía las limitaciones a la actuación del oferente y sólo prohibía la adquisición de acciones por el oferente desde la presentación de la oferta en aquellos supuestos en que su contraprestación consistía en valores o en metálico y valores. Cuando la contraprestación consistía en dinero, la adquisición de valores era legalmente posible. Sin embargo, cuando lo fuera por precio superior al fijado en el folleto o en sus modificaciones, ello determinaba automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos y que se tuviesen por no puestos los límites mínimo y máximo a los que se hubiera podido sujetar la oferta. En estos casos debían ampliarse, en cuanto procediese, las garantías ya aportadas. Para un comentario de este precepto en la normativa derogada, puede consultarse J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 23.— Limitación de la actuación del oferente y modificación automática de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., vol. II, pgs. 495-506.

No obstante, la práctica habitual era que el oferente, a requerimiento de la CNMV, se comprometiese a no adquirir acciones de la sociedad afectada fuera de la OPA. Dicha «autolimitación» planteó, en ocasiones, situaciones asimétricas que hicieron que, por ejemplo, en la OPA de la alemana E-ON sobre ENDESA, la CNMV levantara dicha prohibición tras el anuncio de ACCIONA y ENEL de presentar una OPA cuando éstos eran conjuntamente propietarios de casi el 50% del capital de ENDESA.

toda vez que si fuera relevante debería haber sido comunicada al mercado por la sociedad afectada lo que exigirá, en todo caso, un análisis singularizado. Además, es necesario señalar que la intención de presentar, eventualmente, la oferta no puede considerarse información privilegiada y que en el momento en que la decisión sea tomada deberá ser inmediatamente anunciada al mercado ex artículo 16 del Real Decreto 1066/2007.

10.4. CRITERIOS A SEGUIR POR EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD AFECTADA EN RELACIÓN CON LAS SOLICITUDES DE INFORMACIÓN

Conforme a lo expuesto anteriormente, el consejo podrá facilitar la información solicitada pero no tendrá obligación de hacerlo. Para tomar su decisión, deberá tomar en consideración, entre otros, los siguientes criterios:

(i) Criterio de importancia relativa: procurar limitar la información no pública facilitada a aquella realmente necesaria para el análisis de la transacción propuesta. En general, deberá procurarse la gestión continuada y ordenada de la compañía, evitando en todo lo posible que la realización del *due diligence* afecte a su gestión ordinaria.

(ii) Criterio de oportunidad: deberá igualmente evaluar la sensibilidad para el negocio de la sociedad afectada de la información y documentación puesta a disposición de los potenciales oferentes, de tal forma que se identifiquen y evalúen específicamente las implicaciones de facilitar secretos empresariales que pueden otorgar una ventaja competitiva al receptor de la información.

Lo anterior será particularmente relevante en el supuesto de que la información sea solicitada por competidores directos.

(iii) Criterio de legalidad: deberá verificarse que la documentación que se pone a disposición no está restringida por un acuerdo de confidencialidad, pues de lo contrario sería necesario, tratándose de contratos, obtener la autorización de las contra-partes afectadas.

La solicitud y obtención de dicha autorización, en los casos en que sea necesaria, puede resultar complicada y, además y sobre todo, comprometer la confidencialidad del proceso por lo que, a la vista de cada caso concreto y cuando la información sea realmente necesaria para una correcta evaluación de la oferta, deberá analizarse la viabilidad de facilitar, únicamente, una transcripción de las cláusulas o apartados relevantes a efectos de la transacción, o facilitar un resumen, preparado por la propia compañía, de los términos y condiciones relevantes a dichos efectos.

Al evaluar la posibilidad de dichas alternativas deberá tomarse en consideración no sólo la literalidad de la cláusula de confidencialidad sino igualmente la razonabilidad de su aplicación a los contratos afectados y la posibi-

lidad real de que la contra-parte sufra perjuicios efectivos por facilitar información protegida por dicha cláusula.

11. Protección de la información facilitada

A efectos de proteger la confidencialidad de la información facilitada, pese a que se trata de una obligación que, para el oferente o potencial oferente, se deduce expresamente del Real Decreto 1066/2007⁸¹ resultará de utilidad la suscripción de un acuerdo (compromiso de confidencialidad) que regule las obligaciones del oferente o potencial oferente en relación con la información que haya sido solicitada.

Dichos acuerdos de confidencialidad deben extenderse a los siguientes aspectos:

11.1. EL TRATAMIENTO Y LAS OBLIGACIONES EN RELACIÓN CON LA INFORMACIÓN FACILITADA

Se trata del objeto principal de todo acuerdo de confidencialidad y podrá contener: (i) los fines para los que dicha información se facilita, que en los términos del Real Decreto 1066/2007 se limitarán a la presentación de la oferta pública de adquisición, (ii) el tratamiento que debe darse a la información o, dicho de otra forma, las limitaciones a su reproducción, la posibilidad de que pueda, o no, facilitarse ilimitadamente a los empleados o directivos del potencial oferente o si su conocimiento debe restringirse a áreas o secciones determinadas⁸², (iii) si puede facilitarse a asesores externos o a financiadores del oferente o potencial oferente o, por el contrario, si dicha transmisión de información requiere la autorización –caso a caso– de la sociedad objeto de la oferta, así como los requisitos exigidos para dicha transmisión (suscripción de cartas de indemnidad por los asesores, asunción de las obligaciones que regulan el compromiso de confiden-

⁸¹ El artículo 46.3 del Real Decreto 1066/2007 establece como condición para facilitar información «*que el destinatario garantiza la debida confidencialidad*».

⁸² Es, por ejemplo, frecuente que la regulación sobre normas de conducta de las empresas de servicios de inversión establezca la obligación de separación funcional en los grupos financieros con la finalidad de evitar los conflictos de intereses. Para un análisis doctrinal, vid. A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, *Las normas de conducta en el derecho del mercado de valores*, Instituto de Estudios Económicos, pgs. 401-442.

cialidad, etc.) y, finalmente, (iv) el destino que se le debe dar a la información una vez finalizado el proceso de estudio o su utilización: destruirla, devolverla a la sociedad afectada, etcétera.

11.2. OBLIGACIONES ADICIONALES QUE RESULTAN FRECUENTES

Además de las obligaciones anteriormente expuestas en relación con el tratamiento de la información, suele ser habitual la asunción de compromisos adicionales como: (i) la no contratación de directivos o empleados de la sociedad objeto de la oferta durante un plazo temporal que será de aplicación, como es lógico, para el supuesto de que no se llegue a formular la oferta o si ésta finalmente no prosperase, o, (ii) el compromiso de no adquirir acciones de la sociedad objeto de la oferta durante un período temporal si no es en el curso de la oferta pública de adquisición de valores.

En este último caso, el interés de la sociedad podría estar en preservar el proceso competitivo en la medida en que la adquisición de una participación accionarial, facilitada por la información recibida, podría plantear problemas «de bloqueo» de la oferta ganadora y privar a los accionistas de la sociedad de la posibilidad de decidir sobre la venta, o no, de sus acciones en el proceso de ofertas⁸³.

Una consecuencia lógica de las obligaciones que el artículo 46 del Real Decreto 1066/2007 exige de la sociedad afectada es la no imposición a los distintos oferentes de condiciones distintas, más gravosas o discriminatorias. En mi opinión, la aplicación de dicha norma en sus propios términos obligará a la sociedad objetivo de la oferta a no discriminar entre oferentes o potenciales oferentes aunque no necesariamente a dar un trato idéntico o, dicho en otras palabras, no puede traducirse en la exigencia de compromisos de confidencialidad con, exactamente, el mismo contenido. Una actuación ajustada a derecho sería que los distintos compromisos de confidencialidad tuvieran obligaciones que resultaran equiparables y ajus-

⁸³ Como es lógico, la adquisición de un porcentaje significativo de los derechos de voto dificulta otras ofertas. Por ejemplo, recientemente, esta situación de bloqueo se alcanzó por ACCIONA y ENEL al comprar un porcentaje de casi el 50% de ENDESA en términos agregados. La OPA de E-ON sujeta a la condición del 75% no podía tener éxito e incluso resultaba prácticamente imposible obtener la mayoría de derechos de voto habida cuenta del porcentaje de accionistas que, estadísticamente, no acuden a las ofertas públicas de adquisición.

tadas a la situación y naturaleza de cada oferente. Por ejemplo, podrá tener una valoración y alcance distintos la imposición de un compromiso de no contratación de trabajadores o directivos a una sociedad competidora o que realice una actividad semejante a la de la sociedad afectada que si dicha cláusula es impuesta a un oferente con una actividad meramente financiera.

12. Obligaciones de la sociedad oferente y de la sociedad objetivo en relación con la información

Me referiré a continuación a las obligaciones legales y no, como es lógico, a las que, en su caso, pudieran derivarse de los acuerdos suscritos entre el oferente y la sociedad objetivo en los términos anteriormente descritos.

12.1. OBLIGACIONES LEGALES DE LA SOCIEDAD AFECTADA

Tal y como se ha señalado, la primera decisión de la sociedad afectada en relación con la información requerida por el primer oferente que se dirija a ella será la de facilitarla, o no. Para dicha decisión no contará con otra guía de actuación que la consecución del interés social de la compañía sin que, en mi opinión, pueda afirmarse la existencia de una obligación genérica de hacerlo. Una vez facilitada la información a un oferente nacerán las obligaciones legales respecto de otros oferentes o potenciales oferentes.

Según el artículo 46 del Real Decreto 1066/2007, las sociedades objeto de una oferta tienen, en los términos anteriormente comentados, la obligación de facilitar la información requerida por un oferente cuando haya sido, a su vez, facilitada a otro oferente o potencial oferente. Además, dicha obligación deberá analizarse a la luz de las características del comprador y de una interpretación del término «igualdad» acorde con la doctrina constitucional.

Por tanto, y en los términos comentados, por el hecho de facilitar información a un oferente, nacerán dos obligaciones básicas: (i) la protección de la información facilitada y (ii) la igualdad informativa para las

distintas partes interesadas. Ambas deberán ser analizadas a la luz del interés social de la sociedad.

Lógicamente, las obligaciones de la sociedad en relación con la información no se agotan aquí, sino que le serán aplicables las normas anteriormente comentadas en función de la naturaleza de la información de que se trate (información relevante, privilegiada o, simplemente, no pública).

Por lo que se refiere a la información relevante, recordemos que el artículo 82.2 de la Ley del Mercado de Valores establece que «*los emisores de valores están obligados a difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV, toda información relevante*» o, lo que es lo mismo, toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario. La lógica conclusión es que, salvo la información que pudiera constituir información privilegiada –consistente además del propio proceso de OPAs en tanto que no público en operaciones en fase de estudio (ex artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores)– toda la que resulte relevante deberá ser inmediatamente comunicada al mercado.

¿Cabe, pues, espacio para una información útil para un potencial oferente y que, al mismo tiempo no constituya información relevante que debió ser comunicada inmediatamente al mercado por la sociedad objetivo?. La contestación debe ser, en mi opinión, positiva por diferentes razones: en primer lugar, porque cabe que se trate de información no pública que no siendo relevante para un inversor razonable sea necesaria e importante para un potencial oferente en busca, por ejemplo, de las sinergias que faciliten la operación. En segundo lugar, porque puede tratarse de operaciones en fase de estudio o análisis que la sociedad no haya hecho públicas para no perjudicar los intereses legítimos de la propia sociedad o para evitar que la operación resultara, finalmente, frustrada. Respecto de dicha información el oferente habrá tenido que cumplir las obligaciones del artículo 81 Ley Mercado de Valores y, en concreto, se habrá abstenido de (i) preparar o realizar cualquier operación sobre los valores negociables o instrumentos financieros a los que dicha información afecte, excepto la realización misma de la operación que constituya la información privilegiada, (ii) comunicar dicha información a terceros, (iii) reco-

mendar a terceros la realización de operaciones sobre los valores, y (iv) salvaguardar la información y establecer medidas adecuadas para impedir su utilización abusiva o desleal.

Tampoco cabe, en mi opinión, exigir que la información facilitada a los oferentes a su requerimiento, sea puesta a disposición de todos los inversores mediante su publicación. Y ello por cuanto que –salvo en supuestos excepcionales a los que anteriormente he hecho referencia– se tratará de información no relevante –en el sentido técnico del término– cuya difusión pública únicamente podría producir confusión en el mercado, ya que irá destinada a las necesidades específicas de cada oferente concreto, distintas a las de los «inversores razonables».

12.2. OBLIGACIONES LEGALES DEL OFERENTE O POTENCIAL OFERENTE

El artículo 46 del Real Decreto 1066/2007 establece en su apartado 3 que la información solicitada por el oferente o potencial oferente debe ser la necesaria para la formulación de una oferta y su empleo debe ser exclusivamente con el «*fin de formular una oferta pública de adquisición*». Por tanto, en los términos anteriormente comentados, la primera obligación del oferente está en la utilización de la información. Sin embargo, dichas finalidades plantean la duda, derivada de la posibilidad bajo la nueva normativa sobre OPAs, de que el oferente adquiera acciones con anterioridad a la presentación de la oferta y de que ésta pase a tener carácter obligatorio si, como consecuencia de dicha adquisición de acciones, el oferente pasara a tener una participación de control en la sociedad.

Las cuestiones que se plantean ex artículo 46 Real Decreto 1066/2007 son: (i) si el potencial oferente podrá comprar acciones con utilización de la información facilitada por la sociedad, (ii) si el oferente no pudiera adquirir acciones antes de la presentación de la oferta, si al menos, pudiera, hacerlo después de presentada la misma y, por fin, (iii) si el oferente o potencial oferente puede comprar acciones en posesión de dicha información aun cuando asuma el compromiso de su no utilización con dicha finalidad.

Además, la contestación a estas cuestiones exige no sólo tomar en consideración los aspectos anteriores sino analizar también las consecuencias que, según la normativa sobre el mercado de valores, se derivan de la naturaleza misma de la información obtenida. En efecto, es preciso recordar, llegados a este punto, que el artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores establece, como anteriormente hemos señalado en relación con la sociedad objetivo, las obligaciones de abstenerse de realizar ni recomendar operaciones con dichos valores distintas de la fase de estudio, y preservar la salvaguarda y el uso abusivo de dicha información. Pues bien, en la medida en que parte de la información transmitida pudiera tener tal carácter, lo que como he señalado, no será un supuesto frecuente, el oferente o potencial oferente receptor de dicha información podría ver limitada su capacidad de actuación en relación con las operaciones anteriormente enumeradas.

En mi opinión, sin embargo, un análisis ajustado requiere diferenciar dos operaciones: la presentación de la oferta para la que haya sido solicitada y recibida la información, y la adquisición de acciones de la sociedad y en relación con ésta, cabría diferenciar, a su vez, la adquisición de acciones antes, durante y con posterioridad a la presentación de la oferta.

Nada que objetar al uso de la información para la presentación de la oferta pues tanto el artículo 46 del Real Decreto 1066/2007 como el artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores prevén que la realización de dichas operaciones no se vea afectada por la información recibida.

En relación con la adquisición de acciones antes de la presentación de la oferta, aunque no es el supuesto previsto por el artículo 46 del Real Decreto 1066/2007, entiendo que puede calificarse como operación preparatoria de la oferta, por lo que resultaría admisible de acuerdo con el citado precepto y siempre que no se trate de información relevante en el sentido de la normativa sobre abuso de mercado.

Más difícil es, sin embargo, concluir sobre esa posible adquisición si la información de que dispone el oferente constituye información privilegiada o relevante. En mi opinión, la contestación deber ser, en este caso, claramente negativa en la medida en que la adquisición se efectúe con anterioridad a la presentación de la oferta ya que nada obligará finalmente en este caso, salvo que hubiera publicado el anuncio previsto en el artículo

16 del Real Decreto 1066/2007, al oferente o al potencial oferente a presentarla. Por lo que se refiere a la adquisición con posterioridad a la presentación de la oferta la solución, aunque dista de ser un supuesto claro, podría ser la contraria. Es decir, cabría, salvo limitación contractual, que el oferente después de presentar una oferta para la que contaría con información facilitada por la sociedad pudiera comprar acciones, aun cuando dicha información tuviera el carácter de relevante y ello porque: (i) la información habría sido utilizada para su finalidad: la presentación de una oferta; (ii) el folleto habría debido hacer referencia al contenido de la información facilitada, por lo que sería información de público conocimiento y, por fin, (iii) cualquier adquisición de acciones tendría el efecto para el oferente de tener que elevar el precio de la oferta y de eliminar las condiciones a las que, de tratarse de una OPA voluntaria, hubiera sometido la efectividad de la oferta.

FASE PREVIA. OTROS ACUERDOS CON LA SOCIEDAD AFECTADA

1. La cláusula de compensación de gastos

1.1. ANTECEDENTES Y CONSIDERACIONES PREVIAS

El compromiso de compensación de gastos no estaba previsto ni en la Ley del Mercado de Valores, ni en el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio. Sin embargo, pese a la ausencia de prohibición legal en la normativa sobre OPAs entonces vigente, y a su validez en relevantes jurisdicciones comparables¹, la CNMV se mostró reticente a su admisibilidad en derecho

¹ Es una práctica muy frecuente que puede encontrarse en la gran mayoría de las ofertas públicas de adquisición desde la década de 1990 en el Reino Unido. El *Takeover Code* inglés recoge la figura con la gráfica denominación de «*Inducement fees*» en su Rule 21.2: «*In all cases where an inducement fee is proposed, certain safeguards must be observed. In particular, an inducement fee must be de minimis (normally no more than 1% of the value of the offeree company calculated by reference to the offer price) and the offeree company board and its financial adviser must confirm to the Panel in writing that, inter alia, they each believe the fee to be in the best interests of shareholders. Any inducement fee arrangement must be fully disclosed in the announcement made under Rule 25 [the announcement of a firm intention to make an offer] and in the offer document. Relevant documents must be put on display in accordance with Rule 26. The Panel should be consulted at the earliest opportunity in all cases where an inducement fee or any similar arrangement is proposed*».

También lo es en los Estados Unidos donde, sin embargo, los *break fees* no tienen la referencia del límite del 1%. J. C. COATES IV y G. SUBRAMANIAN, *A buy-side model of lockups: theory and evidence*, Discussion Paper núm. 274, 1/2000, Harvard Law School, pg. 12, citan la decisión del Tribunal de Delaware en el caso BRAZEN vs. BELL ATLANTIC en 1997 en el que un accionista se opuso a una indemnización de 550 millones de dólares negociada por BELL ATLANTIC en su fusión con NYNEX. El límite fijado por los tribunales es que los *break fees* no pueden ser tan elevados que desincentiven a otros potenciales oferentes competidores. Normalmente se establecen entre el 1 y el 5%. En una estadística elaborada por GOLDMAN SACHS citada por C. PAREDES GALEGO, *Sobre la admisibilidad en Derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación («break*

español² oponiéndose, así, a la doctrina que se ocupó de analizar su viabilidad jurídica, en vigencia de la normativa derogada³.

El análisis de esta figura no puede, sin embargo, limitarse a la normativa reguladora de las ofertas públicas de adquisición de acciones, sino que debe extenderse a otros ámbitos del derecho mercantil. En concreto, sistematizando las principales objeciones a su admisibilidad, resulta necesario analizar si la figura (i) es contraria a la normativa sobre asistencia financiera, (ii) si es compatible con la defensa del interés social a que debe subordinarse la actuación de los administradores y, (iii) si la eventual decisión adoptada por los administradores de la sociedad objetivo es conforme a sus deberes de diligencia y lealtad.

Para un análisis correcto de la figura hay que partir, además, del estudio de su fundamentación económica.

1.1.1. Fundamentación económica del compromiso de compensación de gastos

Tal y como ha señalado la doctrina jurídica y económica, el primer oferente suele tener mayores problemas que sus eventuales competidores para diseñar los términos de una oferta pública de adquisición. En efecto, los competidores no tendrán que identificar la sociedad afectada, tendrán la posibilidad de valorar la información correspondiente a la primera oferta, los términos del folleto del primer oferente y la propia reacción del mercado y de las partes afectadas⁴ ante su presentación.

up fees») en supuestos de ofertas públicas de adquisición, Revista de Derecho Mercantil, núm. 249, 2003, pg. 1107, el promedio entre 1998 y septiembre de 2001 se situó en Estados Unidos, para operaciones de más de 1.000 millones de dólares americanos, en el 3,1% del valor de la operación.

Es, igualmente, una práctica admitida, aunque no frecuente, en Alemania (vid. comentario de Clifford CHANCE PÜNDE en AAVV, *Public to private transactions*, EVCA Tax & Legal Committee Paper, editado por SJ Berwin, 2001, op. cit., pg. 16).

² Ésta fue la posición adoptada por la CNMV en la OPA presentada por CORAIL RETAIL INDUSTRIES sobre CORTEFIEL en el año 2004.

³ Para un estudio específico sobre esta figura en derecho español, vid. C. PAREDES GALEGO, *Sobre la admisibilidad...*, op. cit. En dicho artículo, C. PAREDES GALEGO defendía la admisibilidad de esta figura en el derecho español.

⁴ En este sentido, vid. M. I. SÁEZ LACAVE, *Una aproximación al derecho de las OPAs competidoras (A propósito de una reforma reciente)*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 92, octubre-diciembre 2003, pgs. 7-47 (pg. 13).

Al mismo tiempo, el primer oferente es el que, tras un proceso de búsqueda y análisis, que puede ser muy costoso en términos de tiempo y recursos, descubre y revela al mercado la existencia de una oportunidad de negocio en la toma de control de una determinada sociedad y fija un precio que se convierte en referencia para otros oferentes. Por consiguiente, atrae y motiva con la formulación de su oferta a posibles competidores. Tal y como ha señalado la doctrina⁵ lo habitual es, en efecto, que la simple formulación de una oferta de adquisición concite el interés de otras empresas por la sociedad afectada no sólo por la identificación de una oportunidad para pugnar por el control de ésta, sino también por el propio valor y contenido informativo que es consustancial a toda oferta pública.

Para compensar estos mayores costes y favorecer un activo mercado de control corporativo en beneficio de todos los accionistas de la sociedad afectada, la práctica internacional ha admitido y, en ocasiones, regulado expresamente, las cláusulas de «*break-up fees*»⁶ o «*inducement fees*», a efectos de que los mayores riesgos que asume el primer oferente no desincentiven la formulación de ofertas públicas de adquisición.

La lógica económica que subyace en este tipo de cláusulas es perfectamente aplicable al régimen español de OPAs que, tras la reforma realizada por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, estableció un régimen de subasta en sobre cerrado que eliminó todas las ventajas que, hasta entonces, la normativa española otorgaba al primer oferente.

⁵ J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Limitación del voto...*, op. cit., pgs. 140-145. En el mismo sentido, B. ARRUÑADA, *Crítica a la regulación de las OPAs*, Revista de Derecho Mercantil, núms. 203-204, 1992, pgs. 29 y ss. (pg. 63) y J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, comentario a los artículos 31 a 36 del Real Decreto 1197/1991, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. II, pg. 656.

⁶ Desde un análisis económico, la doctrina considera empíricamente demostrado que las cláusulas de compensación de gastos no obstruyen el proceso de OPAs sino que, por el contrario, favorecen la presentación de ofertas. A. L. BOONE y J. HAROLD, *Do termination provisions truncate the takeover bidding process?*, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=902488>, pg. 27. En el mismo sentido, P. POVEL y R. SINGH, *Takeover contests with asymmetric bidders*, op. cit. En contra, J. BULOW y P. KLEMPERER, *Auctions versus negotiations*, American Economic Review, num. 86, 1996, pgs. 180-194.

1.1.2. Validez jurídica del compromiso de compensación de gastos en vigencia de la normativa reguladora de las OPAs derogada

La ausencia de una previsión expresa sobre la figura de la compensación de gastos hizo dudar sobre su validez. Sin embargo, un estudio más profundo permitía, en mi opinión, concluir que dicha figura era plenamente compatible con la normativa entonces vigente.

(i) La obligación de pasividad del consejo de administración.

El artículo 14 del Real Decreto 1197/1991 establecía que «a partir de la suspensión de la negociación de las acciones de la sociedad afectada y hasta la publicación del resultado de la oferta, el órgano de administración de la sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo, en todo momento, hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios».

Conforme al tenor literal de la norma, las limitaciones a la actuación de los administradores de la sociedad objetivo comenzaban a partir de la suspensión de la cotización de las acciones, una vez que el oferente hubiera presentado a la CNMV la solicitud de autorización de su oferta pública de adquisición y, en consecuencia, se extendían a las actuaciones que el órgano de administración realizara con posterioridad a la presentación de la oferta. La norma comentada, por tanto, no regulaba ni prohibía las actuaciones de los administradores anteriores a la presentación de una oferta.

Además, en todo caso, la asunción de dicho compromiso no podía calificarse en modo alguno, como una actuación cuyo objeto fuera o, de hecho pudiera, perturbar la oferta sino que, por el contrario, tenía por finalidad precisamente posibilitar la presentación de la oferta en beneficio de todos los accionistas de la sociedad afectada.

En consecuencia, la actuación del consejo de administración de la sociedad afectada de aprobar la asunción del compromiso de compensación de gastos no podía considerarse en contravención del artículo 14 del Real Decreto 1197/1991.

(ii) Sobre la eventual consideración del compromiso de compensación de gastos como medida anti-OPAs competidoras.

La cuestión debatida en este punto se centra en la determinación de si un compromiso de compensación de gastos en el marco de una oferta pública de adquisición de valores podía considerarse una medida anti-OPAs competidoras, prohibida por nuestro ordenamiento jurídico, al desincentivar la competencia por el quebranto patrimonial que sufriría la sociedad objetivo en caso de tener que hacer efectivo el pago del «break-up fee».

A este respecto, lo primero que hay que tener en cuenta es que el Real Decreto 1197/1991 (artículo 22.1) consagraba expresamente el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios de la oferta que se encontraran en iguales circunstancias. Es decir, para todos los titulares de valores de la sociedad afectada que, directa o indirectamente, dieran derecho de voto en

la misma. Sin embargo, ni la Directiva ni la normativa sobre OPAs entonces vigente establecieron expresamente ningún tipo de principio de igualdad de trato para todos los oferentes.

No obstante lo anterior, cabía deducir un principio general de igualdad de trato entre oferentes y, por tanto, contrario a las medidas anti-OPAs competidoras de las siguientes normas:

a) Por un lado, la modificación en el régimen español de OPAs introducida por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, eliminó las ventajas del primer oferente en el procedimiento de ofertas competidoras⁷.

b) Por otro lado, del contenido del artículo 38 del Real Decreto 1197/1991, que señalaba de forma precisa los requisitos que debía cumplir una OPA competidora. Desde este punto de vista, se podría argumentar que un *break-up fee* supone establecer, por vía de hecho, una traba adicional para

⁷ El artículo 33 del Real Decreto 1197/1991 establecía, con anterioridad a su reforma por el Real Decreto 432/2003, que: «Toda oferta competidora deberá cumplir, al menos, los siguientes requisitos: a) Que sea presentada antes de transcurridos los quince días siguientes a la publicación de los anuncios a que se refiere el art. 18, relativos a la última oferta precedente, b) Que tenga por objeto, al menos, el mismo número de valores que la última oferta precedente, c) Que mejore la última precedente, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida en, al menos, un 5%, bien extendiendo la oferta a un número de valores superior al 5% de aquella. d) La contraprestación, en todo caso, deberá ser en metálico. e) Que su plazo de aceptación sea de un mes, contado a partir de la publicación del primer anuncio a que se refiere el art. 18. En el supuesto de que el plazo de aceptación de la oferta precedente termine con posterioridad al de la oferta competidora, se prorrogará el plazo de ésta hasta la terminación del de aquella». Por tanto, la primera oferta tenía la ventaja, frente a las competidoras, de que (i) éstas debían mejorar el precio o el número de valores al que se dirige en más de un 5% y (ii) que las ofertas competidoras debían ofrecer una contraprestación en metálico.

Además, el sistema entonces no daba opción a todos los oferentes a una mejora en subasta en sobre cerrado sino que sólo permitía la modificación de las condiciones de la oferta al primer oferente [artículo 36 Real Decreto 1197/1991: «1. El anuncio de una oferta competidora autorizará a los oferentes de las precedentes a desistir de ellas, debiendo anunciarlo por los medios establecidos en el art. 18.2. Solamente el oferente inicial, si no retira su oferta, podrá modificar sus condiciones, siempre que cumpla los siguiente requisitos: a) Que mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas en un 5%, al menos, bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior en, al menos, 5% de la máxima de las competidoras. b) Que obtenga autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y difunda las nuevas condiciones de la oferta en la forma que determina el art. 18.3. La modificación de la oferta a que se refiere el número anterior no supondrá ampliación del plazo de aceptación que resulte aplicable según lo dispuesto en los arts. 33 c) y 35 del presente Real Decreto)]. Para un análisis de este régimen, vid. J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, comentario a los artículos 35 a 36 del Real Decreto 1197/1991, en F. SÁNCHEZ-CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. II, pgs. 625-663.

la formulación de ofertas competidoras, contraria al régimen imperativo previsto en dicho artículo.

c) Finalmente, la previsión del inciso final del apartado 1 del artículo 14 del Real Decreto establecía la obligación de los administradores de la sociedad afectada de hacer prevalecer, en todo momento, los intereses de los accionistas. Esta norma, aunque sólo resultaba de aplicación una vez formulada la primera oferta tal y como se ha comentado anteriormente, podía interpretarse en el sentido de que los administradores no debían asumir en nombre de la sociedad afectada un compromiso que impidiera o dificultara la posible existencia de ofertas competidoras.

Además, desde un punto de vista del derecho comparado, en los países con mayor desarrollo de este tipo de prácticas, la jurisprudencia (en los Estados Unidos) o la regulación convencional (el *Takeover Code* inglés y la interpretación del *Takeover Panel* en el Reino Unido) establecieron claramente que los «*break-up fees*» o «*inducement fees*» no se reputarán válidos si impiden la concurrencia de ofertas competidoras.

Todo lo anterior no suponía, sin embargo, que los «*break-up fees*» constituyeran una medida anti-OPAs competidoras sino que, al contrario, obligaban a valorar en cada caso concreto si las circunstancias que rodean dicho pacto (y en concreto, su cuantía) lo convierten, efectivamente, en una medida anti-OPAs competidoras, o no. En este último caso, el compromiso debía reputarse válido desde la perspectiva del derecho de OPAs.

Las consideraciones anteriormente efectuadas sobre el fundamento económico de los compromisos de compensación de gastos, la evidencia empírica de que favorecen la presentación de OPAs y, por tanto, su efecto positivo sobre un eficaz mercado de control corporativo que eleva el precio al que los accionistas tendrían, finalmente, la posibilidad de vender sus acciones, alejaba cualquier duda, en mi opinión, sobre su compatibilidad con los deberes de los administradores bajo la normativa sobre OPAs derogada.

1.2. LA CLÁUSULA DE COMPENSACIÓN DE GASTOS. SU COMPATIBILIDAD CON LA RESTANTE NORMATIVA MERCANTIL

Como a continuación comentaré, el Real Decreto 1066/2007 ha previsto, expresamente, la validez de los compromisos de compensación de gastos. Sin embargo, antes de entrar en su comentario, y dadas las objeciones que se opusieron a su admisibilidad en vigencia de la anterior norma reglamentaria parece necesario analizar si esta figura es admisible en derecho mercantil español o, dicho de otro modo, si la innovación reglamentaria resulta acorde y consistente con el conjunto del ordenamiento.

1.2.1. Compromiso de compensación de gastos y asistencia financiera

El artículo 81.1 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que «*la sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones [...] por parte de un tercero*»⁸.

De acuerdo con la mejor doctrina⁹, cabe reconocer la existencia de un supuesto de asistencia financiera prohibida siempre que «*la sociedad realice un acto cuya función sea la de financiar la adquisición por parte de un tercero, asumiendo con ello algún coste, real o potencial, de la misma*», siendo importante destacar que dicha doctrina viene propugnando una interpretación flexible de la prohibición de asistencia financiera, considerando que no debe afectar a aquellas conductas que, no obstante su carácter típico, no supongan en realidad una verdadera amenaza para los intereses protegidos por la norma¹⁰.

Sobre el fundamento de la norma sobre asistencia financiera la opinión doctrinal no es unánime. Se ha sostenido que tiene por finalidad: (i) introducir una norma de cierre de la normativa sobre asistencia financiera en base a su origen histórico¹¹, (ii) evitar abusos de los administradores de la

⁸ Un análisis completo del tratamiento de la asistencia financiera en derecho comparado y español puede consultarse en: A. VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Ed. Civitas, 2003; L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Revisión crítica...*, op. cit., pgs. 169 y ss.; M. S. FLORES DOÑA, *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, Madrid, 2000; C. PAZ-ARES, *Negocios sobre las propias acciones*, en A. ALONSO-UREBA (dir.), «Sociedades Anónimas. La reforma del derecho español de las sociedades de capital», Madrid, 1987; C. PAZ-ARES y A. PERDICES, *Los negocios sobre las propias acciones*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles», Ed. Civitas, 2003, pgs. 401 y ss.; y R. BAYONA GIMÉNEZ, *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Ed. Aranzadi, 2002.

⁹ C. PAZ-ARES y A. PERDICES, *Los negocios...*, op. cit., pgs. 401-402 y pgs. 493-494.

¹⁰ En contra, parece estar F. VICENT-CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Ed. Tirant lo Blanch, 2005, pgs. 353-355.

¹¹ Especialmente, cita el origen británico M. S. FLORES DOÑA, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, en A. ALONSO UREBA, J. DUQUE DOMÍNGUEZ, G. ESTEBAN VELASCO y F. SÁNCHEZ CALERO (coordinadores), «Derecho de sociedades anónimas», tomo II, «Capital y acciones», vol. 2º, Madrid, 1994, pgs. 1.383 y ss.; C. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, 2001, pgs. 19 y ss. Pese a estas inter-

sociedad que pueden utilizar la asistencia financiera para asegurar su posición en la misma facilitando la adquisición de acciones a personas próximas a ellos e incluso a personas interpuestas que, directa o indirectamente, asuman el compromiso de apoyar su gestión¹², (iii) evitar que, mediante su utilización se realicen actos en manipulación del mercado bursátil¹³ y, finalmente, (iv) ante la insuficiencia de las aproximaciones anteriores, que responde a una justificación propia y autónoma.

En mi opinión, sólo esta última puede justificar la normativa vigente¹⁴. En efecto, la normativa sobre asistencia financiera es un instrumento más de la normativa societaria para la protección de los socios y los acreedores de la sociedad que debe estudiarse conjuntamente con otros, como la protección prevista por la normativa sobre fusiones o escisiones, el principio

pretaciones, la evolución del propio derecho británico desde sus orígenes y un análisis de la normativa vigente, tanto europea como española, no permiten concluir cómo la normativa sobre asistencia financiera puede suponer una vulneración de la normativa sobre autocartera. En este sentido C. PAZ-ARES y A. PERDICES, *Los negocios...*, op. cit., pg. 391.

¹² A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Acotaciones a una doctrina reciente en material de pago y aplicación del dividendo*, Revista General del Derecho, 584 (1993), pgs. 4731 y ss. (pgs. 4751-4752); L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Asistencia financiera a los trabajadores para la adquisición de acciones propias*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 47, 1992, pgs. 811 y ss.; y, en el mismo sentido, en *Revisión crítica...*, op. cit., pgs. 169 y ss. (pgs. 173-174); J. C. VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid 1995, pg. 481 y C. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia...*, op. cit., pgs. 66 y ss. Sin embargo, aunque es cierto que podría utilizarse la asistencia financiera con la finalidad que esta doctrina ha señalado, también lo es que no puede, por sí solo, justificar su prohibición absoluta en supuestos donde no se dé ese riesgo (por ejemplo, cuando la operación sea aprobada por unanimidad por todos los socios) o cuando la normativa haya arbitrado instrumentos específicos de protección.

¹³ L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Revisión crítica...*, op. cit., pg. 173; C. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia...*, op. cit., pgs. 73 y ss. Basta decir, en contra de esta tesis, que la prohibición de asistencia financiera no sólo afecta a las sociedades bursátiles sino a todas las sociedades anónimas (ex artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas) e incluso a las sociedades de responsabilidad limitada y, aparentemente, con mayor rigor [F. PANTALÉON y P. PORTELLANO, *Copropiedad, usufructo, prenda y embargo*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, vol. 3º, Madrid, 1992, pgs. 478-484]. Además, las sociedades cotizadas tienen instrumentos de protección para estos supuestos en sus normas específicas: la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo.

¹⁴ C. PAZ-ARES y A. PERDICES, *Los negocios...* op. cit., pgs. 393-400; A. VALQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera...*, op. cit., pgs. 287-290.

de integridad del capital social, la responsabilidad de los administradores, el derecho a la información, o la normativa concursal, el principio de paridad de trato entre socios o, la cláusula de cierre y principio interpretativo del contrato de sociedad, que constituye el sometimiento de todas las decisiones que se adopten al interés social. Desde esta perspectiva, la normativa sobre prohibición de asistencia financiera entrará en juego cuando el ordenamiento jurídico no cuente con instrumentos adecuados o suficientes de protección ante los efectos de determinadas operaciones.

Esta interpretación encuentra, además, su respaldo en la modificación de la Directiva 2006/68/CE que tiene su origen en el Plan de Acción de la Comisión Europea para la Modernización del Derecho de Sociedades¹⁵ y en el Informe Winter¹⁶ que ha optado por una flexibilización de la prohibición sobre asistencia financiera. Además, dicha interpretación es consistente con la seguida por los tribunales españoles en un pronunciamiento reciente¹⁷.

En concreto, en relación con los *break-up fees*, el peligro es que se pudiese considerar que el compromiso de compensación de gastos consti-

¹⁵ La Comisión Europea lanzó en 1996 la iniciativa SLIM (*Simpler Legislation for the Internal Market*) con el objetivo de simplificar, en diversas fases, la legislación del mercado interior. Como resultado de dicha iniciativa, el grupo de trabajo encargado de dicho desarrollo publicó, en septiembre de 1999, un informe sobre la simplificación de la Primera y Segunda Directivas sobre el Derecho de Sociedades, identificando distintas áreas que debían ser objeto de reforma entre las cuales figuraba la modificación del régimen de adquisición de acciones propias y de asistencia financiera.

¹⁶ El Grupo de Alto Nivel de expertos en Derecho de Sociedades, presidido por el profesor Jaap Winter, recibió de la Comisión Europea el encargo de examinar las propuestas de simplificación de las normas sobre sociedades a la vista del Informe SLIM. Su informe relativo a esta cuestión, publicado en noviembre de 2002, recogió la recomendación de flexibilizar el régimen de asistencia financiera para adquisición de acciones propias. Para un comentario sobre la modificación de esta materia en la Directiva, vid. I. RODRÍGUEZ DÍAZ, *El fenómeno de la adquisición derivativa de acciones propias. La Directiva 2006/68/CE modificadora de la segunda Directiva sobre el derecho de sociedades y su incidencia en el ordenamiento jurídico español*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 27, 2006, pgs. 237-272; y L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La reforma de la asistencia financiera en Europa*, en AAVV, «Convergencias y paralelismos en el derecho de sociedades y en el derecho concursal en el marco Estados Unidos-Unión Europea», III Seminario Harvard-Complutense de derecho de los negocios, Ed. Marcial Pons, 2007, pgs. 257-287.

¹⁷ Auto de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de febrero de 2007.

tuye un elemento de inducción a la adquisición, de carácter dinerario que, eventualmente, supusiera un quebranto patrimonial para la sociedad afectada que no recibe directamente contraprestación alguna, de tal forma que la sociedad estaría dando ayuda, asistencia financiera, para que un tercero adquiriera acciones de la propia sociedad. Esta interpretación, sin embargo, no se adecua a la realidad del compromiso de compensación de gastos.

En efecto, la sociedad asume en estos supuestos parte de los costes de la operación pero únicamente si no se produce la adquisición como consecuencia de determinadas circunstancias. De esta forma, la eventual «ayuda» concedida por la sociedad objetivo sólo se materializa si, efectivamente, el oferente no adquiere acciones de la sociedad de tal forma que, si se produce la adquisición, el oferente no contaría con ningún tipo de asistencia financiera, ni con anterioridad ni con posterioridad a la misma.

En consecuencia, es evidente, en mi opinión¹⁸, que el compromiso de compensación de gastos no constituye un supuesto de asistencia financiera prohibida de acuerdo con el Derecho español ya que sólo supondrá un desembolso por parte de la sociedad afectada en el supuesto de que no se produzca la adquisición por parte del beneficiario del compromiso.

Pero es que, además, una interpretación razonable de la norma debe llevar, necesariamente, a la misma conclusión toda vez que no cabe entender incluido en el ámbito de la prohibición del artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas cualquier tipo de incentivo, aunque pueda ser cuantificable en dinero, sino únicamente en la medida en que constituya un quebranto patrimonial directamente relacionado con la adquisición de las acciones de la propia sociedad por un tercero (exigencia de nexo causal¹⁹) y que tenga, precisamente, por finalidad permitir dicha adquisición.

¹⁸ En el mismo sentido, C. PAREDES GALEGO, *Sobre la admisibilidad...*, op. cit., pgs. 1127-1135.

¹⁹ En este sentido, R. BAYONA GIMÉNEZ, *La prohibición de asistencia financiera...*, op. cit., pgs. 304-313 y C. PAZ-ARES, *Negocios sobre las propias acciones*, op. cit., pgs. 473-630 (pg. 602).

1.2.2. *Compromiso de compensación de gastos e interés social*

La segunda cuestión a analizar es si la asunción del compromiso de compensación de gastos por parte de la sociedad objetivo tiene causa jurídica válida.

La formulación de la oferta es una operación que afecta directamente a los accionistas de la sociedad afectada, que tendrán la posibilidad de vender sus acciones y recibirán la correspondiente contraprestación en dinero, pero no es una operación que afecte ni directa ni inmediatamente al patrimonio de la sociedad afectada que, como consecuencia de la misma, no se verá modificado. Por ello, podría considerarse que no se trata, tampoco por esta causa, de un supuesto de asistencia financiera prohibida, pero que su asunción por parte de la sociedad no tiene contraprestación y, por tanto, que constituye un acto de liberalidad ajeno al interés social, y carente, en consecuencia, de causa jurídica válida.

Sin embargo, por los motivos que se exponen a continuación, considero que, en modo alguno, puede interpretarse la asunción del compromiso de compensación de gastos como un acto de liberalidad y mucho menos como ajeno al interés social, entendido rectamente como el interés común de todos los accionistas.

El compromiso de compensación de gastos tiene como único propósito favorecer que el potencial oferente formule, efectivamente, una oferta inicial, situando a la sociedad en el mercado de control societario y abriendo la posibilidad de iniciar una sucesión de ofertas competidoras que culminen con la maximización del precio de la sociedad en beneficio de todos sus accionistas²⁰.

A estos efectos, resulta oportuno analizar el concepto de «interés social» en relación con el compromiso de compensación de gastos.

(i) Concepto de «interés social».

En torno al concepto de interés social podemos distinguir dos teorías enfrentadas: la teoría institucionalista y la contractualista. En esencia, para la teoría institucionalista el interés social viene a identificarse con el interés propio de la persona jurídica, esto es, una suerte de interés autónomo de la

²⁰ «Termination provisions do not truncate bidding but instead culminate the bidding process», en A. L. BOONE y J. H. MULHERIN, *Do termination...*, op. cit., pg. 27.

empresa en el que se conciliarían y sintetizarían los intereses no siempre convergentes de los distintos sujetos que intervienen o participan en la empresa: los accionistas, los trabajadores, los proveedores, los clientes, los acreedores, las autoridades públicas, etcétera.

Por su parte, para la teoría contractualista el interés social se identifica con el interés común de todos los socios como tales o como la suma de los intereses particulares de todos ellos.

Esta idea ha sido recogida en numerosas sentencias del Tribunal Supremo como, por ejemplo, en la de 19 de febrero de 1991 (RJ 1991, 1512) que establece lo siguiente:

«En torno a la idea o concepto del interés social existen dos teorías completamente opuestas: la institucionalista, que considera a la sociedad anónima como una "institución-corporación", en la que el interés social que allí se persigue, es distinto del de sus socios, viniendo a coincidir con los intereses de los componentes de la empresa (accionistas, administradores, acreedores, trabajadores, etc.); y la teoría contractualista, consagrada en nuestra legislación, según la cual el interés social no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el interés común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social».

Y, ante esta dicotomía, el Tribunal Supremo se ha decantado por la teoría contractualista, como vemos en la sentencia de 18 de noviembre de 2002 (RJ 2002, 1086) que establece lo siguiente:

«Ha de entenderse que procede considerar lesión a los intereses generales de la sociedad, entendidos como intereses comunes de todos los socios [...]».

De esta forma, conforme a la jurisprudencia y la doctrina más autorizada opto por una visión contractual del interés social, referido al interés común de todos los accionistas²¹ que constituye la regla de integración del contrato de sociedad²².

Esta tesis no es incompatible con la formulada por el Código Unificado de Buen Gobierno cuando pone el énfasis en que el consejo de administración se guíe por el interés de la compañía, «entendido como hacer máximo,

²¹ Si bien la redacción del artículo 127 bis de la Ley de Sociedades Anónimas, en su redacción dada por la Ley 26/2003, de 17 de julio (la Ley de Transparencia), que establece que «los administradores deberán cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social, entendido como interés de la sociedad», podría hacer pensar en un giro de la legislación societaria hacia la teoría institucionalista, no es esa mi opinión. En este sentido, vid. C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., pgs. 103-104.

²² «Dada la multiplicidad y variedad de entornos en los que tales decisiones han de ser tomadas [por los administradores de la sociedad], resulta "más eficiente" para el legislador establecer un sistema de control que se limite ex ante a definir el estándar genérico que habrá de ser utilizado ex post por los jueces para resolver el conflicto una vez que haya surgido», en J. ALFARO AGUILA-REAL, *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Ed. Civitas, 1995, pgs. 22-26.

de forma sostenida, el valor económico de la empresa²³», puesto que el interés común a todos los socios no se limita a la maximización del valor de las acciones en el corto plazo. Sin embargo, tampoco puede interpretarse como la persecución de la continuidad de la sociedad a toda costa, como si de un ente ajeno al interés del conjunto de sus propietarios²⁴ se tratara.

(ii) Concreción de la cláusula de «interés social».

La doctrina recoge la idea de que la cláusula del interés social se concreta en la persecución de un fin común más que en la suma de intereses particulares o comunes. Este fin común estaría constituido por la maximización del valor y de las ganancias conjuntas de la compañía en beneficio de sus accionistas. Esta tesis, que comparto, fue recogida íntegramente por la Comisión Olivencia en su informe sobre el Gobierno de las Sociedades Cotizadas que, en su apartado 1.3, establece lo siguiente:

«[...] recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe presidir la actuación del consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista. Frente a otras definiciones o interpretaciones más amplias —pero también más confusas— del llamado "interés social", nos parece preferible ésta por varias razones: en primer lugar porque proporciona al consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones; en segundo lugar, porque, en mercados competitivos, favorece la formación del capital y la más correcta asignación de recursos; en tercer lugar, porque acompaña eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa».

Esta idea también está presente en el Informe de la Comisión Aldama que en su apartado 2.1 establece que los administradores están sujetos a dos imperativos: «maximizar la creación de valor, no entendido ni única ni

²³ Éste es parte del contenido de la Recomendación 7. Vid. R. MATEU DE ROS, *El Código unificado...*, op. cit., pgs. 171-175.

²⁴ Una interpretación sistemática del Código unificado conduce, sin duda, a esta conclusión. La Recomendación 1 señala, por ejemplo, «Que los Estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista, ni contengan otras restricciones que dificulten la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones». En el mismo sentido, J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Creación de valor...*, op. cit., pg. 906. R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, op. cit., señala, sin embargo, que «Al final, y por querer conceder al precepto el beneficio de la duda sobre el factor innovador del mismo, nos inclinamos por interpretar que el legislador (a través del cambio que se observa en la versión del Proyecto aprobado por la Comisión del Congreso y publicada en el BOCG de 21 de mayo de 2003 frente al texto inicial del Proyecto aparecido en el BOCG de 28 de marzo de 2003) ha pretendido destacar que el interés que los administradores deben servir fielmente en el cumplimiento de sus deberes —y, añadimos nosotros, en el ejercicio de sus derechos— es un interés común, general, que se identifica con la garantía de continuidad, estabilidad, solvencia y rentabilidad de la sociedad y no con el interés personal de todos o algunos accionistas» (pg. 146).

principalmente como valor de cotización bursátil en un determinado momento, y distribuir correctamente ese valor o beneficio».

(iii) Aplicación al caso de una oferta pública de adquisición.

La presentación de una OPA dirigida al 100% del capital social de una sociedad y con un precio que representa una prima considerable sobre su valor de cotización es una operación que, sin duda, permite a los accionistas realizar y maximizar el valor de su inversión, por lo que en modo alguno puede entenderse como ajena al interés social²⁵.

Podrían, sin embargo, plantearse determinadas objeciones o argumentos contrarios a esta afirmación que señalo a continuación y que, sin embargo adelante, no comparto:

a) Se ha señalado que la cláusula del «interés social» debe interpretarse restrictivamente de forma limitada a la maximización del valor de la empresa, sin extenderse a la realización y maximización del valor de la inversión de los accionistas; por tanto, las actuaciones conformes al interés social deben limitarse a la esfera interna de la sociedad, incrementando su patrimonio, con total independencia de la posibilidad de realizar ese valor mediante la venta de las acciones en las mejores condiciones. Desde este punto de vista, la presentación de una OPA sobre la compañía sería irrelevante para el interés social.

Sin embargo, esta argumentación es totalmente inadecuada por dos motivos.

En primer lugar, se aparta de las recomendaciones existentes en materia de buen gobierno corporativo. En efecto, tal y como se ha expuesto anteriormente, el Informe Aldama se refiere, expresamente, al valor de cotización bursátil cuando hace referencia a la maximización en la creación de valor (aunque sea para establecer que no es el único criterio de medida de ese valor).

En segundo lugar, porque sería absurdo defender un criterio de maximización del valor para el accionista si, al mismo tiempo, no se permite o coadyuva a que dicho accionista pueda tener la posibilidad de optar por realizar ese valor. En efecto, la posibilidad de realizar el valor de la inversión en las mejores condiciones posibles es el corolario natural de la creación de valor²⁶.

Por lo tanto, son actuaciones conformes con el interés social tanto las que contribuyen a incrementar el valor intrínseco de la compañía como las que dan la oportunidad a los socios de realizar dicho valor en condiciones óptimas y las que establecen una adecuada retribución del accionista.

El argumento, llevado al extremo, implicaría que la distribución de dividendos es una actuación no sólo ajena sino contraria al interés social, pues disminuye el patrimonio de la sociedad. Esta interpretación, obviamente absurda, muestra gráficamente que para la aplicación de la cláusula del interés social debe tenerse en cuenta tanto el valor intrínseco de la sociedad como la retribución y realización de ese valor en beneficio de todos los

²⁵ J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Creación de valor...*, op. cit., pgs. 893-894.

²⁶ J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Creación de valor...*, op. cit., pgs. 893-894.

accionistas. Cuestión distinta es que en la determinación de la cuantía del dividendo a distribuir deba tenerse en cuenta el interés social²⁷.

b) Se podría pensar que el compromiso de compensación de gastos debiera ser asumido y soportado únicamente por los accionistas que deseen vender y no afectar a todos.

Esta objeción, además de las dificultades técnicas que, en ocasiones, supondría para su implementación, tampoco es, sin embargo, satisfactoria por cuanto que, si bien es cierto que puede que algún accionista no esté interesado en vender, tal y como se ha expuesto anteriormente, el interés social se concreta en la persecución de un fin común más que en la mera suma de intereses particulares que, lógicamente, pueden ser divergentes en determinados momentos. Por lo tanto, la formulación de la OPA debe valorarse desde el punto de vista de ese fin común, conjunto, y no a partir del caso concreto de algún accionista particular.

Por otra parte, la evidencia práctica la hace totalmente inviable e inapropiada, porque, a priori, no se conocen los accionistas realmente interesados en vender hasta que no se formula la oferta y, sin embargo, el compromiso de compensación de gastos puede ser una condición para dicha formulación. Por lo tanto, mantener esta posición podría conducir, en el extremo, a que no se formulara la oferta.

Tampoco sería equitativo que fuera soportado sólo por los accionistas que, eventualmente, hubieran suscrito un acuerdo con el oferente. En efecto, dichos accionistas representarían un porcentaje del capital social y la oferta debe dirigirse a todos ellos por lo que siendo en potencia igualmente beneficiosa para todos los accionistas, no sería equitativo que el referido compromiso fuera asumido y soportado sólo por una parte.

La posición frente a la oferta de los accionistas que, en su caso, hubieran suscrito el acuerdo o contrato de formulación y aceptación de la oferta pública de adquisición es exactamente igual a la de los restantes accionistas²⁸, pues la oferta debe dirigirse en términos de igualdad a todos ellos, sin que los primeros, por el hecho de suscribir el referido acuerdo, obtengan ningún tipo de ventaja o trato privilegiado.

Al igual que el mecanismo de la oferta pública de adquisición dirigida al 100% del capital social pretende una distribución equitativa de la prima

²⁷ L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles*. Ed. Civitas, 1997, pgs. 147-157 y la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 25 de julio de 1994. En el mismo sentido, J. C. VÁZQUEZ CUETO, *La Sociedad Anónima. Las Cuentas y la documentación contable en la Sociedad Anónima*, Ed. Marcial Pons, 2001, pg. 296.

²⁸ FERRANTI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, Riv. Soc. 2-3 (2002), pg. 477. En el mismo sentido, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y M. M. SÁNCHEZ ALVAREZ, *Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 18, 2002, pg. 231.

de control²⁹ (que no beneficia únicamente a los accionistas de referencia que, en su caso, firman el contrato de formulación y aceptación de la oferta), los costes asociados a la posibilidad de obtener dicha prima deben distribuirse igualmente de forma equitativa entre todos los accionistas, mediante la asunción del compromiso de compensación de gastos por parte de la compañía.

1.2.3. Compromiso de compensación de gastos y deberes de los administradores

Al igual que he analizado anteriormente para el suministro de información, es necesario comprobar si los deberes de los administradores de la sociedad afectada en los términos impuestos por la Ley de Sociedades Anónimas (ex artículos 127 y 127 bis³⁰) permiten la suscripción de este tipo de compromisos³¹.

En efecto, la tercera cuestión a analizar desde la perspectiva del derecho societario es la del grado de compatibilidad de la aprobación del compromiso de compensación de gastos por parte de los administradores de la sociedad afectada con los deberes que les impone la Ley de Sociedades Anónimas.

(i) Cumplimiento de los deberes de diligencia y fidelidad

A efectos de valorar la actuación de los consejeros de la sociedad afectada desde la perspectiva de sus deberes de diligencia y fidelidad hay que tener en cuenta los siguientes elementos:

²⁹ «Los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, las que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio del control de su sociedad. Es preciso que dicha protección se garantice mediante la imposición a todo comprador que haya adquirido el control de una sociedad de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores adquirir la totalidad de sus títulos a un precio equitativo que sea objeto de definición común (...)» [considerando (9) de la Directiva de OPAs]. El artículo 3.1 de la citada Directiva, en su apartado (a) añade: «todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato (...) equivalente». Aunque desde una perspectiva crítica, o precisamente por ello, resulta de mucho interés, J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *La OPA obligatoria*, op. cit., pgs. 167-188.

³⁰ Para un análisis doctrinal vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 166-196 y E. POLO SÁNCHEZ, *Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ Y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», 1992, tomo VI, pgs. 129-141.

³¹ F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 183-186.

a) Anteriormente he señalado que el interés social es el interés común de todos los socios, que se concreta en la maximización del valor de la sociedad en beneficio de todos los accionistas.

Conforme a ello, los consejeros de la sociedad afectada no sólo tendrían la potestad de analizar la operación propuesta sino incluso, conforme a sus deberes que, normalmente habrán sido desarrollados en el reglamento del consejo de administración³², la obligación de adoptar aquellas decisiones razonables que permitan la formulación de una OPA sobre la compañía que, *prima facie*, pueda ser beneficiosa para todos los accionistas y, en consecuencia, adecuar su actuación con el interés social únicamente si con ello favorecen que los accionistas, de forma mayoritaria, obtengan una oferta mejor y, por tanto, puedan obtener un mayor beneficio.

Es decir, el compromiso de compensación de gastos está ligado a la posibilidad de todos los accionistas de obtener un precio mayor por sus acciones, posibilidad que se ve favorecida, tal y como señalan los estudios empíricos, si el primer oferente presenta la oferta inicial, situando a la sociedad objetivo³³ en el mercado de control societario y abriendo la posibilidad de iniciar un proceso de ofertas competidoras potencialmente beneficioso para todos los accionistas.

b) Por otro lado, los consejeros deben modular el importe de la compensación de gastos de forma que no represente un importe que pueda considerarse una medida dirigida a impedir ofertas competidoras o «blindar» al primer oferente. El compromiso de compensación de gastos no obstaculizará posibles ofertas competidoras siempre que, por su cuantía, éstas no se vean significativamente afectadas.

c) Hay que tener en cuenta, también, como elemento interpretativo adicional, lo dispuesto en el artículo 3.1 c) de la Directiva de OPAs, que establece lo siguiente:

«el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta³⁴».

El inciso final debe interpretarse, en mi opinión, no sólo de forma negativa (i.e. como obligación de no hacer) sino igualmente en sentido positivo como obligación de realizar aquellas actuaciones razonables para permitir que una oferta seria y potencialmente beneficiosa se haga efectiva y permita a todos los accionistas tomar la decisión sobre sus acciones.

Por último, hay que tener en cuenta que la aprobación del compromiso de compensación de gastos en modo alguno supone ni tiene por finalidad

³² F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...* op. cit., pgs. 695-701.

³³ M. I. SAÉZ LACAVE, *Una aproximación al derecho de las OPAs competidoras...*, op. cit., pgs. 8-10.

³⁴ J. M. BENEYTO Y J. PUENTE, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pg. 557; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *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*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 25, 2005-2, pgs. 305-315 (pg. 315).

permitir la obtención de un beneficio propio a consejeros o a terceros, sino que se configura como un medio para permitir la formulación de una OPA sobre la compañía.

En efecto, los consejeros no obtienen, ni deben obtener, ningún beneficio personal por la asunción por la sociedad del compromiso de compensación de gastos. El único importe que obtendrían los consejeros, en la medida en que fueran accionistas, será el correspondiente a la venta de sus acciones, lógicamente en igualdad de condiciones con todos los restantes accionistas de la sociedad afectada.

A este respecto, es esencial tener en cuenta que la oferta deberá dirigirse a todos los accionistas y en términos de estricta igualdad de trato de todos los socios³⁵, tanto los que son consejeros como los que no, por lo que los beneficios de la oferta se distribuirán de forma totalmente equitativa entre todos.

(ii) Cumplimiento del deber de lealtad

La cuestión planteada ahora es si pudiera existir un conflicto de intereses en la aprobación del compromiso de compensación de gastos por parte de aquellos consejeros de la sociedad objetivo que, al tiempo, sean accionistas y estén interesados en vender sus acciones en la oferta.

A este respecto hay que tener en cuenta que el deber de abstención no resulta de aplicación a cualquier tipo de situación en la que se pueda apreciar una diferencia de intereses sino, únicamente, cuando directa o indirectamente, actual o potencialmente, pueda haber colisión entre los intereses opuestos de la sociedad y sus administradores.

En el caso que nos ocupa, no cabe apreciar la existencia de intereses opuestos por dos motivos. En primer lugar, porque no se trata de una operación entre la compañía y los consejeros-accionistas. Por el contrario, la operación se articula como la asunción de un compromiso por parte de la compañía en beneficio de todos sus accionistas, en la medida en que posibilita la formulación de la OPA.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que los intereses de los consejeros-accionistas se identifican con los de la totalidad de los accionistas en cuanto inversores, en la medida en que el objetivo es tener la posibilidad de desinvertir al mejor precio posible. En efecto, la oferta debe dirigirse a todos los titulares de los valores afectados y, en consecuencia, no se trata de una operación que afecte o beneficie solamente a los consejeros-accionistas sino, al contrario, a todos los accionistas en condiciones de absoluta igualdad de trato.

1.2.4. Conclusión

Por lo expuesto, no cabe apreciar en el ordenamiento jurídico mercantil, con carácter general, ninguna limitación a la validez jurídica de la

³⁵ No parece necesario insistir sobre que el principio de igualdad de trato de los accionistas es un principio básico de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores. En este sentido, vid. el anteriormente citado artículo 3.1.a) de la Directiva de OPAs.

asunción de un compromiso de compensación de gastos para el supuesto de falta de éxito de una determinada oferta.

1.3. RÉGIMEN VIGENTE. ARTÍCULO 42.4 DEL REAL DECRETO 1066/2007

El artículo 42.4 del Real Decreto 1066/2007 establece la posibilidad de que el primer oferente pacte con la sociedad objetivo el cobro de una comisión en concepto de gastos de preparación de la oferta, que no podrá superar el 1% del importe total efectivo de la oferta y que deberá ser aprobada por el consejo de administración de la sociedad, con el preceptivo informe de sus asesores financieros y detallarse en el folleto explicativo de la oferta.

Tal y como anteriormente se ha señalado al analizar la validez de los compromisos de compensación de gastos con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva normativa, la causa del pacto de compensación de gastos es: (i) compensar al primer oferente por la especial labor de identificación y análisis de la sociedad objetivo, (ii) favorecer que la intención de formular una oferta cristalice en la presentación efectiva de una oferta pública de adquisición, y (iii) posibilitar el inicio de un proceso de ofertas competidoras que redunde en beneficio de los accionistas.

1.3.1. Sujetos legitimados

El Real Decreto 1066/2007 limita la posibilidad de pacto de compensación de gastos al primer oferente. Dado que la actual normativa diferencia dos momentos en relación con la presentación de una oferta: (i) el anuncio de la misma (ex artículo 16 del Real Decreto 1066/2007) y (ii) la presentación de la oferta mediante la solicitud de su autorización a la CNMV (ex artículo 17.1 del Real Decreto 1066/2007), es preciso determinar cuál de los dos sirve para identificar al primer oferente o, dicho de otro modo, si tras el anuncio efectuado por un oferente cabría la posibilidad de que otro efectuara un anuncio e inmediatamente presentara la correspondiente solicitud a la CNMV, antes de que el primero en anunciarla lo hubiera hecho.

Pues bien, en mi opinión, y aunque probablemente hubiera resultado preferible la solución contraria, de acuerdo con el Real Decreto, el primer oferente es aquel que primero presenta la solicitud de autorización de su oferta ante la CNMV conforme a lo previsto en el citado artículo 17. Así parece deducirse del artículo 40 del Real Decreto 1066/2007 cuando establece que «*Se considerarán ofertas competidoras las ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y siempre que concurren los requisitos del art. 42*». De esta forma, no se considerará primer oferente ni, al que habiendo anunciado su intención de presentar una oferta, no la hubiera solicitado a la CNMV ni ninguno de los oferentes que presenten ofertas competidoras de acuerdo con los términos del artículo 40 del Real Decreto 1066/2007.

Esta conclusión no se verá modificada por el hecho de que el primer oferente desista de su oferta (ex artículo 33 del Real Decreto 1066/2007) o incluso cuando obtenga de la CNMV su previa conformidad por imposibilidad de realización de la oferta o por su manifiesta inviabilidad.

La otra parte del pacto será la sociedad afectada y el órgano que, según la norma reglamentaria, tendrá competencia para su suscripción será su consejo de administración. Por tanto, en los términos anteriormente señalados le serán de aplicación las normas sobre los deberes de los administradores y, singularmente, la obligación de abstención prevista en el artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas, en caso de conflicto de intereses.

1.3.2. Objeto del acuerdo

El acuerdo de compensación de gastos obligará a la sociedad a compensar –no necesariamente a reembolsar– los gastos de preparación de la oferta sin que, en mi opinión, tengan que ser objeto de justificación por el oferente, salvo pacto en dicho sentido. Su importe máximo será del 1% del importe total de la oferta, cualquiera que sea la forma de la contraprestación, pese a lo desafortunado de la expresión utilizada en el artículo 42.4 del Real Decreto («*del importe total efectivo*») que pudiera hacer pensar

en su admisibilidad sólo en el supuesto de que la contraprestación fuera en efectivo.

El importe de la oferta será igual al número de valores al que se dirige multiplicado por la contraprestación unitaria ofrecida. En caso de tratarse de una contraprestación en especie, o mixta (ex artículo 14 del Real Decreto 1066/2007) dicho precio será «*el precio en efectivo equivalente*» que el oferente deberá indicar en su oferta.

1.3.3. Forma del acuerdo

El Real Decreto 1066/2007 se refiere a un pacto alcanzado entre el primer oferente y el consejo de administración de la sociedad afectada. Con la finalidad de asegurar la posición del primer oferente será lo normal actuar casi simultáneamente entre la toma de la decisión, su anuncio, la adopción del pacto y la presentación de la solicitud de la oferta.

El Real Decreto 1066/2007 no exige forma escrita, aunque, sin duda será el supuesto habitual. Nada se opone, sin embargo, en mi opinión, a que un acuerdo verbal pueda, a efectos probatorios, ser hecho público al mercado e incluso, el que una sociedad que pretende la presentación de una oferta sobre su capital hiciera público su compromiso de abonar un *break-up fee* al primer oferente que presentara una solicitud de oferta ante la CNMV.

Finalmente, y pese a la dicción del Real Decreto, entiendo válida la solicitud de presentación de una oferta ante la CNMV, sometida a la condición de que el consejo de administración de la sociedad afectada [ex artículo 13.2.d) del Real Decreto 1066/2007] o, incluso, su junta general [ex artículo 13.2.a) del Real Decreto 1066/2007] asuma el pago de la compensación de gastos en los términos del citado Real Decreto.

2. Contenido de otros posibles acuerdos entre el oferente y la sociedad afectada

Aunque no muy frecuentes en la práctica, el contenido de los restantes posibles acuerdos entre el oferente y la sociedad afectada pueden clasificarse de la siguiente forma:

2.1. ACUERDOS QUE AFECTAN INDIVIDUALMENTE³⁶ A LOS MIEMBROS DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN O LA DIRECCIÓN DE LA SOCIEDAD

Estos acuerdos pueden extenderse a distintos aspectos:

- (i) Sobre la continuidad como miembros del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada.
- (ii) Sobre su nombramiento como miembros del órgano de administración o dirección de la sociedad oferente o de entidades de su grupo.
- (iii) Sobre la retribución presente o futura (con posterioridad a la liquidación de la oferta) de los miembros del órgano de administración o de la dirección de la sociedad afectada. En relación con estos acuerdos, la posibilidad de hacerlos exigibles por los administradores o directivos dependerá de la suscripción de acuerdos concretos en el ámbito laboral o mercantil. Su mera descripción en el folleto podría ser suficiente si se tratara de ofertas irrevocables que únicamente requerirían de su aceptación por los administradores o directivos. En todo caso, habrá que estar a lo que establezca la normativa mercantil o laboral aplicable a dichos acuerdos.
- (iv) Sobre la venta por los administradores de sus valores en la oferta pública de adquisición que presente el oferente.

Se trata de una de las menciones que, según el artículo 24 del Real Decreto 1066/2007, deben figurar en el Informe del órgano de administración sobre la oferta. En concreto, el párrafo quinto del apartado 1 de dicho artículo 24 establece que: «En el informe se incluirán los valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la sociedad afectada o por las personas con las que actúe concertadamente y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada así como los que pudieran tener en la sociedad oferente».

³⁶ En algunos supuestos de ofertas públicas de adquisición de acciones sometidas a la vigencia del Real Decreto 1066/2007 se han llegado a acuerdos similares. Me refiero a la OPA presentada por IMPERIAL TOBACCO sobre ALTADIS y autorizada por la CNMV en noviembre de 2007. Con fecha 18 de julio de 2007 se suscribió un acuerdo entre la entidad oferente y ALTADIS, cuyo contenido íntegro se adjunta como anexo al folleto explicativo de la oferta de IMPERIAL TOBACCO.

2.2. ACUERDOS EN RELACIÓN CON LA GESTIÓN Y ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD AFECTADA DURANTE EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL ACUERDO Y LA LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA

(i) Sobre la gestión de la sociedad o el grupo. Normalmente consistirán en una referencia al mantenimiento del curso ordinario de sus negocios de acuerdo con la práctica pasada, o a la enajenación o el mantenimiento de determinados activos de la sociedad.

No parece existir inconveniente alguno, desde un punto de vista estrictamente jurídico, para que el órgano de administración de la sociedad afectada llegue con el potencial oferente a un acuerdo de gestión ordinaria de los negocios durante el período de oferta, ya que se trataría de un compromiso acorde con el deber de pasividad contenido en el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007. Sin embargo, dicho compromiso sólo puede alcanzar a las actuaciones del propio consejo o a que dicho órgano se abstuviera de proponer a la junta general la adopción de decisiones contrarias a las comprometidas. Sin embargo, la junta general convocada a solicitud de accionistas que representan un 5% del capital social de la sociedad³⁷, podrá adoptar acuerdos contrarios sin que, obviamente, quede vinculada por un acuerdo que no ha sido objeto de su aprobación.

Además, esta conclusión se encuentra apoyada por ser la junta el único órgano que, con posterioridad al anuncio de la oferta, puede adoptar, con las mayorías reforzadas del artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas, medidas tendentes a dificultarla u obstaculizarla.

(ii) La retribución al accionista y, en especial, la política de distribución de dividendos. La distribución de dividendos extraordinarios o «remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada, salvo que los correspondientes acuerdos societarios hubieran sido aprobados con carácter previo por el órgano social competente y hechos públicos» constituyen medidas que, una vez presentada la oferta, no podrán ser adoptadas por el órgano de administración de la sociedad afectada sin la autorización de su junta [artículo 28 1.d) Real Decreto 1066/2007]. Además, salvo la decisión sobre la distribución de dividendos a cuenta, no corresponden al órgano de administración de la sociedad la adopción de los

³⁷ Se trata de un derecho de minoría previsto en el artículo 100.2 de la Ley de Sociedades Anónimas: «Deberán, asimismo, convocarla cuando la soliciten socios que sean titulares de, al menos, un 5% del capital social (...)». Además, el artículo 97.3, modificado por el apartado 3º de la disposición final 1ª de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, facultó, igualmente, a accionistas que representen, al menos, el 5% del capital social para «solicitar que se publique un complemento a la convocatoria de una junta general de accionistas incluyendo uno o más puntos en el orden del día (...)». A este respecto, vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *La junta general en las sociedades de capital*, Ed. Civitas, 2007, pgs. 132-136, en relación con la convocatoria y pgs. 179-187 sobre el complemento de la convocatoria.

acuerdos sobre los dividendos sino, tan sólo, su propuesta para su aprobación por la junta general de accionistas³⁸.

Por tanto, no veo inconveniente en que el órgano de administración acuerde con el potencial oferente: (i) no proponer a la junta general la distribución de dividendos extraordinarios, ajenos a la política de remuneración al accionista que hubiera venido aplicando habitualmente o en términos distintos a los comunicados al mercado y (ii) la no distribución de dividendos a cuenta, al margen de los correspondientes a su política anunciada de dividendos.

Sin embargo, entiendo que podrían ser contrarios al interés social y, por tanto, entrar en colisión con los deberes fiduciarios de sus administradores, los compromisos de no proponer a la junta la distribución del dividendo ordinario de acuerdo con una política previamente anunciada y comunicada al mercado.

El órgano de administración no podría, finalmente, adoptar válidamente un compromiso de no repartir un dividendo acordado por la junta general de accionistas, ya que en este caso habría sido inmediatamente exigible o su exigibilidad se habría sometido a término³⁹.

2.3. ACUERDOS EN RELACIÓN CON EL PROCESO DE OFERTAS

(i) Acuerdo de recomendación de la oferta por el consejo de administración. En ocasiones, el oferente o potencial oferente puede tener el interés en reafirmar el carácter amistoso de su oferta y, por tanto, en acordar previamente la posición favorable a la misma del órgano de administración de la sociedad afectada. Dicha posición habrá de hacerse pública con ocasión de la publicación del informe previsto en el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007 y, tampoco habría inconveniente en adelantarla mediante el correspondiente hecho relevante.

Sin embargo, en mi opinión, será recomendable que el órgano de administración adopte dos cautelas, con la finalidad de actuar con la diligencia que le es exigible:

a) Contar con el asesoramiento externo que se considere necesario, tanto en el ámbito financiero como, en su caso, legal y estratégico, para poder soportar su decisión de recomendación de la oferta, y

³⁸ J. MASSAGUER FUENTES, *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima*, Madrid, 1990, pg. 306; y J. C. VÁZQUEZ CUETO, *La sociedad anónima: las cuentas y la documentación contable en la sociedad anónima*, vol. 5, Ed. Marcial Pons, 2001, pgs. 306-318.

³⁹ R. ILLESCAS ORTIZ, *Auditoría, aprobación, depósito y publicidad de las cuentas anuales*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», Madrid, 1993, vol. 2º, pgs. 125-127; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción y los derechos del accionista*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», Madrid, 1994, tomo IV, vol. 1º, pg. 128; y J. C. VÁZQUEZ CUETO, *Las cuentas...*, op. cit., pgs. 300-301.

b) No prejuzgar su posición en caso de que se presentara una oferta competidora, al menos en lo que se refiere a su opinión sobre el precio ofrecido que, por definición, será mejor en este segundo caso.

(ii) En relación con la convocatoria de la junta general de accionistas de la sociedad. En caso de que el oferente hubiera condicionado la oferta a la adopción de determinadas decisiones por la junta general de accionistas de la sociedad afectada, el oferente podrá acordar con el consejo de la sociedad afectada la recomendación del voto en dicha junta y el sentido en que se efectuaría, en su caso, la solicitud pública de representación para la misma. No obstante, en este caso será necesario analizar la posibilidad del ejercicio del voto correspondiente a dichas delegaciones por consejeros que estén en conflicto de intereses con el punto del orden del día de la junta de que se trate.

(iii) Acuerdo de no facilitar información a otros oferentes o potenciales oferentes. Este acuerdo sólo resultará conforme a derecho en el supuesto de que no vulnere la obligación de igualdad informativa prevista en el artículo 46 del Real Decreto 1066/2007.

(iv) Acuerdo de no acordar una cláusula de compensación de gastos con otros oferentes. Se trata de un acuerdo innecesario en el supuesto de que fuera simultáneo a la presentación de la oferta ya que el Real Decreto 1066/2007 limita este tipo de acuerdos, como anteriormente se ha comentado, al primer oferente (ex artículo 42.4 del Real Decreto 1066/2007). Sin embargo, sí resultará útil en el supuesto de que entre la suscripción del acuerdo y la solicitud de presentación de la oferta transcurra un lapso de tiempo que pudiera ser utilizado por otros oferentes para presentar la primera oferta.

En mi opinión, dicho acuerdo sería plenamente válido y acorde con el interés social de la sociedad ya que, como se ha comentado extensamente en este trabajo, la finalidad económica de este tipo de acuerdos de compensación de gastos es la cristalización de una primera oferta que pueda, en su caso, dar pie a nuevas ofertas competidoras. En este caso, se habría adquirido ya el compromiso de la presentación de la primera oferta.

En sentido contrario, nada impide, en ausencia de pacto en contrario, que el órgano de administración de la sociedad afectada acordara con otro potencial oferente el pago de un *break-up fee* para el caso de que se adelantara al primero con el que hubiera suscrito el acuerdo.

(v) Acuerdos sobre la abstención de búsqueda de ofertas competidoras por el órgano de administración de la sociedad afectada. Se trata de la única acción dirigida a obstaculizar la oferta que puede adoptar el consejo de administración de la sociedad afectada sin contar con la autorización de la junta. La *ratio legis* de la norma citada es clara: beneficiar a los accionistas con la presentación de ofertas competidoras que incrementen el precio. En mi opinión, la búsqueda de ofertas competidoras no puede considerarse una

obligación del órgano de administración⁴⁰ y, por tanto, éste podría alcanzar dicho compromiso, si (i) el primer oferente condiciona la presentación de la oferta a la suscripción de dicho compromiso y (ii) la primera oferta se considera suficientemente atractiva, tanto en su precio como en el conjunto de sus condiciones para los accionistas de la sociedad afectada.

No obstante, al mismo tiempo, parece claro que los administradores de la sociedad afectada preservan mejor los intereses de sus accionistas manteniendo la posibilidad de buscar nuevas y mejores ofertas. Por ello, los administradores deberán valorar cuidadosamente, caso a caso, la posibilidad de mantener una actitud de búsqueda activa de otras ofertas *versus* que el primer oferente decidiera no presentar, por dicha causa, su oferta.

2.4. ACUERDOS EN RELACIÓN CON LOS PLANES DEL OFERENTE SOBRE LA SOCIEDAD AFECTADA PARA EL SUPUESTO DEL ÉXITO DE LA OFERTA

Estos acuerdos pueden extenderse a los planes estratégicos correspondientes a las actividades futuras y la localización de los centros de actividad de la sociedad afectada y su grupo, sobre el nivel de empleo y el mantenimiento de las condiciones de trabajo, sobre la utilización o disposición de activos de la sociedad, sobre su estructura de fondos propios y ajenos, sobre la emisión de, valores, sobre reestructuraciones societarias, sobre la composición y funcionamiento de los órganos de administración de las sociedades del grupo de la sociedad afectada, sobre el mantenimiento o modificación de los estatutos sociales, de la negociación en bolsa de los valores afectados por la oferta o el *squeeze-out* de los valores de la sociedad afectada.

El problema que se plantea, en especial en los casos de absorción de la sociedad objetivo por la oferente o de adquisición del 100% por la

⁴⁰ La mejor doctrina española sobre la conducta del órgano de administración de la sociedad afectada aceptó, de manera desigual, la posibilidad de que dichos administradores buscaran una oferta competidora (a favor, J. M. GARRIDO GARCÍA, *La actuación de los administradores...*, op. cit., pgs. 2742-2743). En contra, en una posición doctrinal minoritaria y desmentida por la práctica de nuestro mercado, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Alcance y significado...*, op. cit., pg. 310. Con la entrada en vigor de la nueva normativa sobre ofertas públicas de adquisición, no hay duda sobre la posibilidad del órgano de administración de la sociedad afectada de buscar ofertas competidoras, pues se prevé expresamente en el artículo 28.1 del Real Decreto 1066/2007. Sin embargo, sigue sin preverse norma alguna que obligue a dicha actuación por parte de los administradores. Se trata, por tanto, de una decisión que el órgano de administración de la sociedad afectada deberá tomar, caso a caso, en función del interés social.

utilización del procedimiento de *squeeze-out*, es la eficacia y ejecutabilidad real de dichos acuerdos y las eventuales consecuencias indemnizatorias en caso de incumplimiento.

En efecto, si la sociedad afectada se disuelve, por su absorción por la oferente, las obligaciones derivadas del acuerdo quedarían extinguidas por confusión, mientras que si el oferente acaba siendo propietario al 100% de la sociedad afectada, sólo terceros interesados (acreedores, Hacienda Pública, etc.) podrían, eventualmente, exigir responsabilidades por el incumplimiento del acuerdo. Sin embargo, en la práctica se trata de supuestos en los que dicha exigibilidad no resultará sencilla. Finalmente, cabría una responsabilidad derivada de la inclusión en el folleto de dichos compromisos que, sin embargo, resulta también, en la práctica, difícilmente exigible.

2.5. ACUERDOS RELATIVOS AL PROPIO PACTO ALCANZADO, COMO LOS RELATIVOS, POR EJEMPLO, A SU CARÁCTER CONFIDENCIAL

Este acuerdo, en principio válido, quedará subordinado al cumplimiento de las normas sobre la publicidad del propio pacto contenidas en el Anexo del Real Decreto 1066/2007 relativo al folleto explicativo de la OPA.

3. Información sobre los acuerdos del oferente con la sociedad afectada

El Anexo del Real Decreto 1066/2007, relativo al contenido del folleto explicativo que ha de acompañar a la solicitud para formular una oferta pública de adquisición de valores (ex artículo 17.1 Real Decreto 1066/2007), establece una serie de obligaciones específicas de información en relación con los eventuales acuerdos entre el oferente y la sociedad afectada.

3.1. ÁMBITO SUBJETIVO

Por oferente ha de entenderse, a estos efectos, la persona física o jurídica que presenta la oferta y cualquier otra persona que pertenezca al

mismo grupo de sociedades que el oferente, las que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con el oferente y las personas que actúen de forma interpuesta con él.

Por sociedad afectada debe entenderse la sociedad cotizada y cualquier sociedad que forme parte de su grupo.

Entre los miembros de los órganos de administración de la sociedad afectada deben considerarse incluidos sus administradores y representantes así como las sociedades de las que sean consejeros dominicales. A estos efectos, considero que deberían ser de aplicación las presunciones de designación de consejeros incluidas en el artículo 6 del Real Decreto 1066/2007 y, por tanto, que deberían incluirse, igualmente, los acuerdos con las personas o entidades que hayan designado a los administradores de la sociedad afectada o de las sociedades de su grupo.

Finalmente, la posibilidad de que la normativa española sobre OPAs, en los términos que se comentarán, rija la oferta presentada sobre una sociedad cotizada en el mercado secundario español para que no tenga su domicilio en España, hace que tenga sentido que la referencia del Anexo no sólo se efectúe a los miembros del órgano de administración sino de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada. En efecto, además del supuesto de sociedades anónimas europeas domiciliadas en España⁴¹ con órgano dualista, la normativa española sobre ofertas públicas de adquisición de valores puede ser de aplicación a una sociedad con domicilio social en un país que permita (o exija) dicho órgano dualista siempre que como se ha expuesto, coticé en un mercado secundario oficial español.

3.2. ÁMBITO OBJETIVO

Se exige que el oferente haga una declaración negativa y expresa en el folleto en el sentido de que no ha alcanzado ningún pacto, cualquiera que sea su naturaleza, con los accionistas o miembros del órgano de administración, dirección y control de la sociedad afectada, ni ha reservado ventajas a sus miembros. En caso de que no efectúe dicha declaración, se

⁴¹ Así lo establecen los arts. 327 a 336 de la Ley de Sociedades Anónimas en «transposición» del Reglamento CE 2157/2001.

presumirá que existe un acuerdo y, por tanto deberá incluir una descripción completa de todos los acuerdos o pactos alcanzados, cualquiera que fuera su naturaleza.

Además, el folleto explicativo de la oferta deberá detallar:

(i) Los valores y derechos de voto de la sociedad oferente pertenecientes a los miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y a los accionistas integrantes del acuerdo.

(ii) Operaciones sobre valores de la sociedad afectada efectuados desde el anuncio previo de la oferta hasta su presentación y de los realizados posteriormente hasta su autorización, por cualquiera de las personas que hubiesen suscrito un acuerdo o, en caso de no existir ninguno, una indicación expresa de dicha circunstancia.

(iii) Operaciones de autocartera realizadas por la sociedad afectada en el período comprendido entre los 12 meses anteriores al anuncio de la oferta y su presentación (ex artículo 17 del Real Decreto 1066/2007) y, separadamente, las realizadas desde su presentación hasta la autorización de la oferta.

Asimismo, el folleto deberá contener el detalle de los miembros del consejo de administración, dirección y control que lo sean simultáneamente de la sociedad oferente y de la afectada y las acciones y otros valores que puedan dar derecho a la adquisición o suscripción de acciones de la sociedad oferente, pertenecientes, directa o indirectamente, a la sociedad afectada o, en su defecto, una declaración negativa expresa al respecto.

FASE PREVIA. ACUERDOS CON ACCIONISTAS SIGNIFICATIVOS O DE CONTROL

1. Planteamientos y precedentes

En vigencia del régimen de OPA previa resultaba habitual que el oferente llegase a un acuerdo con uno o varios accionistas significativos o de control con la finalidad de que éstos asumieran determinados compromisos que contribuyeran a que el oferente tuviera mayores probabilidades de éxito o que, incluso, garantizara el éxito de su oferta¹. Probablemente, dichos acuerdos resultarán también frecuentes en el caso de OPAs voluntarias² bajo la normativa vigente. En efecto, en aquellos supuestos en que el oferente no quiera asumir un riesgo financiero con anterioridad a la presentación de la oferta y, por tanto, prefiera no adquirir acciones de la sociedad afectada sin tener asegurada una participación superior al 30%, deberá suscribir el correspondiente contrato con accionistas significativos o de control o someter la eficacia de la oferta a la condición de la obtención de un determinado porcentaje de derechos de voto en la sociedad

¹ Es el caso, entre otras, de: OPA de GRUPO INMOCARAL sobre INMOBILIARIA COLONIAL (2006), OPA de RETOS CARTERA sobre RECOLETOS GRUPO DE COMUNICACIÓN (2005), OPA de BANCO DE SABADELL sobre BANCO ATLÁNTICO (2004), OPA de GESTIÓN DE PARQUES DE OCIO sobre PARQUES REUNIDOS, OPA de BARCLAYS BANK sobre BANCO ZARAGOZANO (2003), OPA formulada por un consorcio de entidades sobre TRASMEDITERRÁNEA (2003), OPA de CAPRABO sobre ENACO (2002), OPA de ALLIED DOMEQ ESPAÑA sobre BODEGAS Y BEBIDAS (2001), OPA de SOS CUÉTARA sobre KOIPE (2001), OPA de CATALANA OCCIDENTE sobre LEPANTO (2001).

² Un reconocimiento implícito sobre su admisibilidad con la nueva normativa podría ser la referencia que el anexo al Real Decreto 1066/2007, relativo al contenido del folleto explicativo de la oferta, hace a la «a) Descripción completa de todos los acuerdos o partes de cualquier naturaleza entre el oferente y los accionistas (...) de la sociedad afectada (...)».

afectada. En ambos casos, la oferta deberá tener carácter voluntario y no obligatorio.

2. Distintas modalidades de compromisos

Los acuerdos que, según la experiencia del mercado bursátil español, se han suscrito, permiten distinguir, al menos, dos modalidades distintas: (i) La asunción de un compromiso irrevocable del accionista de vender las acciones de las que es titular (o parte de ellas) en la oferta pública de adquisición voluntaria que deberá presentar el oferente en el plazo y en las condiciones pactadas³ y (ii) el compromiso del accionista de vender sus acciones en la oferta condicionado, o no, a que se den una serie de circunstancias adicionales como, por ejemplo, que sea la oferta más alta después del proceso de OPAs competidoras o, cuando menos, que no resulte ser inferior en un determinado porcentaje a la que resulte más alta.

La segunda modalidad no plantea, en mi opinión, incompatibilidad alguna con el régimen de OPAs obligatorias *a posteriori*. El cumplimiento de la obligación asumida por el oferente estará, en este caso, condicionada a una serie de hechos que no dependen del potencial oferente ni del accionista con el que suscriba el acuerdo sino a la eventual presentación por un tercero de una oferta de adquisición de acciones competidora. En este caso la oferta que presente el suscriptor del acuerdo será una oferta voluntaria (ex artículo 12 del Real Decreto 1066/2007) y, por tanto, seguirá su régimen jurídico, manteniéndose, singularmente, la posibilidad de que su efectividad se someta a las condiciones que sean legalmente admisibles (ex artículo 13 del Real Decreto 1066/2007).

La primera, que resultará igualmente válida desde el punto de vista contractual, y que fue habitual en vigencia de la normativa derogada, podría plantear algunas dificultades en vigencia de la nueva normativa. En efecto, las posibles dudas pueden suscitarse en el caso de que el acuerdo

³ En este caso, el accionista asumía una obligación de vender sus acciones en la oferta, lo que tenía sentido en el caso de la OPA intencional *a priori* propia del régimen derogado. A este respecto, vid. J. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 1.- Oferta pública de adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., pgs. 36-38.

afecte a acciones que representen una participación de control (superior al 30% de sus derechos de voto) en la sociedad afectada. En este supuesto, cabría plantearse si la irrevocabilidad del acuerdo lo hace equivalente a la compra de la participación y, por ello, si la oferta presentada por el oferente debía seguir el régimen jurídico de las ofertas voluntarias o, por el contrario, el de las ofertas obligatorias.

Pues bien, en mi opinión, el hecho de haber suscrito un acuerdo irrevocable con accionistas que participen en un porcentaje de control en los derechos de voto de la sociedad afectada, no impide que la oferta tenga el carácter de voluntaria.

En efecto, en primer lugar, la irrevocabilidad de la aceptación por los accionistas dependerá del cumplimiento del acuerdo alcanzado y, en concreto, de que la oferta se presente finalmente y de que los accionistas manifiesten su aceptación lo que, con independencia de las penalizaciones o indemnizaciones que el acuerdo pudiera contener para estos supuestos, dependerá de la voluntad de las partes. En segundo lugar, hasta que no se produzca la liquidación de la oferta las acciones no serán adquiridas por el oferente y, por ello, sus derechos políticos y económicos corresponderán a sus propietarios. En tercer lugar, y en mi opinión, el argumento más contundente, es que si el oferente incluye condiciones en su oferta, éstas afectarán de igual modo a los accionistas que suscribieron el acuerdo y a los que no lo hicieron y, por tanto, no tendría sentido alguno imponer a la oferta el régimen jurídico de las ofertas obligatorias.

3. Régimen jurídico vigente

Lo primero que se debe destacar es que no existía en la normativa derogada (arts. 34 y 60 de la Ley del Mercado de Valores), ni en el Real Decreto 1197/1991, ni existe en la actualmente vigente, norma alguna que prohíba o restrinja la libertad de un accionista de una sociedad cotizada, ya sea de control, significativo⁴ o minoritario, de llegar a un compromiso

⁴ El Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores define en su artículo 23, participación significativa por referencia a los umbrales del 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90% que son los que obligan, en caso de que se superen o reduzcan, a un accionista a notificar al emisor y a la CNMV.

de venta con un potencial oferente sea cual sea su naturaleza, irrevocable, o no. Y ello, además, con independencia del efecto que dicha actuación pudiera tener sobre la probabilidad de que, tras la firma de este acuerdo, sea económicamente viable la presentación de ofertas competidoras.

En efecto nuestra normativa de OPAs, y, en general, la normativa europea sobre la materia, como hemos tenido la oportunidad de exponer anteriormente, pretende que todos los accionistas de una sociedad cotizada tengan la oportunidad de vender sus acciones en las mismas condiciones acordadas por sus accionistas de control, de tal forma que la prima de control se reparta entre todos de forma equitativa (principio de igualdad de trato). Pues bien, si al accionista le está permitido vender libremente su participación no se le podrá negar su derecho a suscribir el contrato, aunque mediante el mismo asuma un compromiso irrevocable de venta.

El hecho de que el compromiso de venta al oferente sea irrevocable⁵, aunque reduzca, *de facto*, las posibilidades de presentación de ofertas competidoras a un precio superior, es una decisión compatible con el citado régimen de OPAs, pues en modo alguno puede exigirse a un accionista de referencia que promueva la formulación de ofertas competidoras, sino únicamente que respete el principio de igualdad de trato.

En efecto, al accionista mayoritario le está vedada la venta de su participación de control en una sociedad cotizada si todos los demás accionistas, con posterioridad, no pueden vender sus acciones al mismo precio, pero no existe norma jurídica que le imponga la obligación, frente a los restantes accionistas, de promover activamente o de abstenerse de tomar cualquier decisión que pudiera eventualmente reducir, *de facto*, la probabilidad de presentación de ofertas competidoras.

⁵ En efecto, éste ha sido el contenido de los acuerdos suscritos, por ejemplo, entre BANESTO y GRUPO REYAL por el que esta segunda entidad se obligaba a presentar una oferta pública de adquisición a un determinado precio y BANESTO a vender sus acciones de URBIS (una participación superior al 50%) en dicha oferta; o el acuerdo suscrito entre LA CAIXA e INMOCARAL por el que aquélla se obliga a vender irrevocablemente sus acciones de COLONIAL en la oferta presentada por INMOCARAL.

3.1. SOBRE LOS DEBERES FIDUCIARIOS DE LOS ACCIONISTAS SIGNIFICATIVOS

A este respecto, lo primero que debemos tener en cuenta es que la normativa española no impone expresamente a los accionistas significativos de las sociedades cotizadas ningún tipo de deberes fiduciarios para con los restantes accionistas.

Esta cuestión fue abordada en su momento por el Informe Olivencia que, en su apartado 8.6 (denominado *Extensión de los deberes fiduciarios a los accionistas significativos*), aconsejaba la «*adopción de medidas que puedan eliminar o, al menos, reducir el riesgo de que [los accionistas significativos] hagan uso de su posición privilegiada para obtener ventajas especiales, sean de índole informativa, contractual o patrimonial. El fundamento de estas medidas descansa sobre el deber de fidelidad, que también alcanza a los accionistas significativos, dada su especial posición en una sociedad cotizada*».

Por su parte, el Informe Aldama, abundó en esta cuestión, al establecer en el apartado 111.2.3 (denominado *La extensión subjetiva de los deberes de lealtad*), que «*otro elemento decisivo para incrementar la seguridad de los mercados a través de la responsabilidad por infracción de los deberes de lealtad vendría dado por la extensión subjetiva de aquellos deberes cuya naturaleza lo permite a quienes, aún sin ostentar una posición formal de administrador, desempeñan en la sociedad un papel de índole similar*», haciendo referencia expresamente a continuación a los «*accionistas de control*».

Sin embargo, en la reforma legislativa llevada a cabo tras la publicación del Informe Aldama (Ley de Transparencia) no se recogió la extensión expresa de los deberes fiduciarios de los administradores a los accionistas de control, lo que fue criticado por parte de la doctrina⁶.

⁶ Para un análisis de la reducción en el ámbito de la extensión subjetiva de la responsabilidad que sufrió el proyecto de la Ley de Transparencia durante su tramitación parlamentaria, vid. P. SALVADOR, F. CERDÁ, J. RUIZ, J. PIÑEIRO y A. RUBÍ, *Derecho de daños y responsabilidad ilimitada en las sociedades de capital*, In Dret, 2003, pgs. 22 y ss., disponible en <http://www.indret.com>. En el mismo sentido, C. PAZ-ÁRES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., pgs. 101-102.

En todo caso, y aun cuando se considerase que debiera existir una «*extensión subjetiva de aquellos deberes* [de los administradores] *cuya naturaleza lo permite*» a los accionistas de control, en el caso en que se suscriba un acuerdo por el cual un accionista se obligue a vender sus acciones a un determinado oferente, bien en determinadas condiciones o irrevocablemente, no puede observarse ningún tipo de infracción de los hipotéticos deberes de diligencia y lealtad que tendría frente a los restantes accionistas de la compañía.

Efectivamente, en cuanto a los deberes de diligencia debe tenerse en cuenta que, tal y como se ha expuesto anteriormente, el órgano de administración de la sociedad afectada, tendrá obligación de analizar si la operación es, desde un punto de vista económico, acorde con los intereses de la sociedad de la que son administradores. Por lo que se refiere a los restantes accionistas, será la normativa de OPAs la que exija un tratamiento igual en el proceso, por lo que cualquier ventaja susceptible de valoración económica y consistente en un compromiso que pudiera ser asumido frente a otros accionistas, se extenderá a todos ellos⁷.

Por otra parte, debe considerarse que la formulación de la oferta por parte del oferente es una operación que afecta directamente a los accionistas de la sociedad, que tendrán la posibilidad de vender sus acciones y recibir una contraprestación adecuada, en condiciones de mercado, por lo que en modo alguno puede considerarse que dicha operación no sea beneficiosa para el conjunto del accionariado de la sociedad objetivo.

Sin embargo, para que dicha operación pudiera llevarse a cabo (y, por tanto, para que todos los accionistas tengan la posibilidad de vender), puede ser necesario que un determinado accionista asuma el compromiso aunque este sea irrevocable, pues en caso contrario el oferente podría no estar dispuesto a formular su oferta. De esta forma, el referido compromiso

⁷ Este fue, por ejemplo, el criterio seguido por SACYR VALLEHERMOSO en la OPA que presentó concertadamente con BBK, KUTXA y CAJA VITAL. En otras ocasiones, en que la opción de venta se estableció sobre el vehículo utilizado para la adquisición, dicha opción no se extendió a los accionistas de la sociedad cotizada afectada por la oferta. Por ejemplo, es el caso del acuerdo entre ENEL Spa y Acciona, S.A. en relación con la OPA sobre Endesa, de 26 de marzo de 2007, publicado mediante hecho relevante de la misma fecha (hecho relevante 78447).

irrevocable, firmado por un accionista, se configura como un medio para que todos los restantes accionistas se beneficien, también, de una oferta a un precio adecuado.

Por lo que se refiere al deber de lealtad, basta con señalar que la suscripción del acuerdo no supone un abuso del accionista de su situación privilegiada como accionista de control de la sociedad objetivo, para obtener ventajas especiales (sean de índole informativa, contractual o patrimonial, como señala el Informe Olivencia) pues, precisamente, la operación se realizará respetando escrupulosamente el principio de igualdad de trato de todos los accionistas, que podrán vender sus acciones en la OPA en exactamente los mismos términos y condiciones que el accionista que suscriba el acuerdo.

En efecto, tal y como señala el Informe Aldama, «*los inversores han de tener confianza en que el valor producido por la empresa se distribuye correctamente y los administradores y accionistas de control no obtienen beneficios desproporcionados respecto de su trabajo y participación en el capital*». La suscripción del acuerdo al que hago referencia en este apartado supone un reparto totalmente equitativo de dicho valor, pues todos los accionistas, tanto el de control como los minoritarios, en virtud del procedimiento de OPA, tendrán derecho a recibir el mismo precio por sus acciones de la compañía.

3.2. SOBRE LAS OBLIGACIONES DE ACTUACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES EN RELACIÓN CON LA DECISIÓN DE SUSCRIBIR EL ACUERDO

Los administradores responden frente a la sociedad, frente a sus accionistas y frente a los acreedores sociales del daño que causen por actos u omisiones realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo (artículo 133.1 de la Ley de Sociedades Anónimas⁸) y, en parti-

⁸ Un análisis exhaustivo del contenido y alcance de la responsabilidad de los administradores puede encontrarse en F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 287-399; J. L. DÍAZ ECHEGARAY, *Deberes y responsabilidad...*, op. cit., pgs. 175-341; F. MARÍN DE LA BÀRCENA GARCIMARTÍN, *La acción individual de responsabilidad de los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 2005; E. POLO SÁNCHEZ, *Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima (artículos 123 a 143 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA

cular, sus deberes de diligencia, fidelidad y lealtad. Estos deberes han sido objeto de especial atención en este trabajo.

A este respecto, es importante destacar que dichos deberes fiduciarios son, en principio, debidos frente a la sociedad en la que el administrador desempeña su cargo y sus accionistas y no frente a terceras sociedades o personas. Por ello, los deberes fiduciarios de los administradores del accionista lo son para con dicha sociedad y sus accionistas, no para con la sociedad afectada y los restantes accionistas minoritarios de la misma.

La cuestión radicará, precisamente, en el juicio de negocio que los administradores hagan de la operación: de la decisión de suscribir el acuerdo por el que el accionista se obliga a vender sus acciones. En dicho juicio deberán considerarse, al menos, dos factores: (i) la conveniencia misma de la venta y (ii) el precio al que se efectuará. Aunque en ambos casos se tratará de una decisión de negocio que debería ser ajena al control jurisdiccional⁹, suele ser habitual, tanto en España como en otros países comparables, y, en todo caso, resultará recomendable la obtención por el órgano de administración de la sociedad de un informe de valoración que justifique la adecuación del precio con el valor intrínseco de la sociedad cuyas acciones son objeto del acuerdo y, por tanto, en base a consideraciones que van más allá del valor bursátil de dichos valores.

3.3. SOBRE LA ACTUACIÓN DE LOS CONSEJEROS DOMINICALES DE LA SOCIEDAD OBJETIVO DESIGNADOS POR EL ACCIONISTA, EN RELACIÓN CON EL INFORME SOBRE LA OFERTA

Con carácter adicional a lo expuesto en los apartados anteriores, debe hacerse referencia, igualmente, a la actuación de los consejeros dominicales de la sociedad afectada designados por el accionista que suscribió el acuerdo para el supuesto de que el oferente, tras haber suscrito el acuerdo con el accionista, presente la oferta y la misma sea autorizada por la CNMV.

(dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, Ed. Civitas, 1992, pgs. 279-380.

⁹ En este sentido, vid. C. PAZ-ARES, *La responsabilidad de los administradores...*, op. cit., pgs. 71-81.

A este respecto, debe tenerse en cuenta que el artículo 24 del Real Decreto 1066/2007 establece la obligación de los administradores de la sociedad afectada de redactar y hacer público un informe detallado sobre la OPA, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, y manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquélla, así como la opinión de éstos respecto a la oferta, y la intención de aceptar la oferta por aquellos que sean titulares de valores afectados.

Dicho documento tiene por objeto informar a los accionistas sobre la OPA y las circunstancias en las que se formula, permitiéndoles disponer de mayor información para la adopción de la decisión de vender sus acciones en la oferta o, por el contrario, de mantener su participación. La información, por lo tanto, va dirigida directamente a los accionistas.

A efectos de la redacción y aprobación de dicho informe, como en todas sus actuaciones, los administradores deberán cumplir sus deberes de diligente administración, fidelidad y lealtad (artículos 127, 127 bis y 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas).

3.3.1. Cumplimiento del deber de diligencia

El cumplimiento de los deberes de diligente administración afecta de igual forma a todos los consejeros de la sociedad afectada, cualquiera que sea su categoría, es decir, tanto a los ejecutivos como a los dominicales e independientes.

A estos efectos, de acuerdo con la práctica habitual en el mercado, en los términos anteriormente señalados, el órgano de administración contratará a asesores financieros, frecuentemente bancos de inversión de reconocido prestigio internacional, con el mandato de emitir un informe de valoración (*fairness opinion*) sobre la contraprestación ofrecida por el oferente en el marco de la oferta.

3.3.2. Cumplimiento del deber de fidelidad y lealtad

En cuanto a los deberes de fidelidad y lealtad, la cuestión se plantea en relación con los consejeros dominicales de la sociedad afectada nombrados a propuesta del accionista por cuanto que el apartado 3 del artículo

127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas establece que *«los administradores deberán comunicar al consejo cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener con el interés de la sociedad»* y, en caso de conflicto, *«deberán abstenerse de intervenir en la operación»*.

En efecto, la existencia del compromiso de venta de los valores de su propiedad en la OPA podría suponer que los consejeros dominicales de la sociedad nombrados a instancias del accionista que hubiera suscrito el acuerdo, carecerían de la necesaria objetividad para pronunciarse sobre la oferta en cuestión, al encontrarse en una situación de potencial conflicto de intereses.

Los presupuestos para la aplicación de lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas son (i) la existencia de una operación en la que tenga un interés la sociedad; y (ii) una situación objetiva de contraposición de intereses en relación con dicha operación entre la sociedad y el administrador afectado.

En el caso de una eventual OPA por parte del oferente, la operación no sería, sin embargo, una transacción en la que intervenga o pueda intervenir la sociedad afectada, pues el objeto de la misma son sus acciones, no siendo la compañía ni parte compradora ni vendedora. Además, la actuación del consejo, tanto en la anterior normativa como en la vigente, se limita a la emisión de un documento que tiene por objeto informar a los accionistas sobre la OPA y las circunstancias en las que se formula, lo que tampoco constituye propiamente una operación (ex artículo 24 Real Decreto 1066/2007).

Por otra parte, tampoco existe una situación objetiva de contraposición de intereses entre la sociedad y los administradores dominicales nombrados a instancias del accionista. No obstante lo anterior, en la medida que los administradores deben velar por el interés social, entendido como el interés de la totalidad de los accionistas, y dada la posición particular que tendría el accionista que hubiera suscrito el acuerdo (que puede no coincidir con la del resto de accionistas), podría interpretarse que existe una situación de falta de objetividad de los consejeros dominicales nombrados a instancias de dicho accionista.

Para resolver dicha situación de posible falta de objetividad, en vigencia de la normativa anterior, cabían dos alternativas, que fueron seguidas en diferentes ocasiones:

(i) Que los consejeros designados a instancias del accionista que hubiera suscrito el acuerdo no intervengan en la elaboración y aprobación por el consejo del informe sobre la oferta.

(ii) Que, al no tratarse de una operación, sino de un informe dirigido a los accionistas de la sociedad afectada, los consejeros designados a instancias del accionista que hubiera suscrito el acuerdo, hicieran constar su vinculación con el mismo así como el contenido del acuerdo, y participaran en la elaboración del citado informe.

Esta segunda alternativa que era la que mejor servía, en mi opinión, a los intereses protegidos y a la finalidad del informe en vigencia de la anterior normativa es la que ha adoptado la nueva. En efecto, el párrafo tercero del artículo 24.1 del Real Decreto 1066/2007 establece, expresamente, que: *«si algún miembro del órgano de administración tuviera algún conflicto de interés lo hará constar y explicará la naturaleza de dicho conflicto»*.

Finalmente, existe la posibilidad de que los consejeros dominicales o designados a instancias del accionista que haya suscrito el acuerdo se encuentren en una potencial situación de conflicto de intereses en relación con determinadas decisiones que deba tomar o, simplemente, cuya adopción considere recomendable el consejo de administración de la sociedad afectada. Me remito a lo expuesto anteriormente al respecto, pues las conclusiones alcanzadas en nada difieren de las que serían aplicables en este caso.

4. Posibles contenidos del acuerdo

El contenido más habitual de este tipo de acuerdos es el siguiente:

(i) Partes del contrato: El oferente, uno o varios accionistas significativos o de control y, en algunos supuestos, la propia sociedad que asumirá compromisos concretos de, por ejemplo, suministro de información, compensación de gastos o de colaboración en el desarrollo de la oferta en los términos anteriormente analizados.

(ii) Obligaciones del oferente:

a) Compromiso del oferente de formular una oferta pública de adquisición. Descripción de las principales condiciones de la oferta (precio, valores a los que se dirige la oferta, condiciones a las que, en su caso, se someterá su eficacia). Suele ser habitual incorporar, como anexo, el borrador de fo-

lletto que se presentará a la CNMV junto con la solicitud de autorización de la oferta.

b) Supuestos en los que el oferente podrá desistir de la oferta (ofertas competidoras, etc.).

(iii) Obligaciones de los accionistas.

a) El compromiso básico de los accionistas firmantes del acuerdo será el de aceptar la oferta con la totalidad o parte de su participación en la misma. Este compromiso puede ser irrevocable o limitado. En el caso de compromiso irrevocable, los accionistas asumen el compromiso de acudir a la oferta presentada aunque se presente una oferta competidora a precio superior salvo en los limitados supuestos de desistimiento del oferente que, en su caso, se determinen. En el caso de compromiso limitado, los accionistas quedarán liberados del mismo si se presenta una oferta competidora a un precio superior, cualquiera que sea éste o sólo en el supuesto de que supere el del oferente que suscribe el acuerdo en un determinado porcentaje o importe.

b) Compromisos en relación con la votación sobre determinados acuerdos a adoptar por el consejo de administración (por ejemplo, aprobación o ejecución de compromisos de compensación de gastos, colaboración en la realización de un *due diligence* de la compañía, emisión de un informe favorable sobre la oferta, convocatoria de junta de accionistas para la eliminación de blindajes estatutarios o el cumplimiento de otras condiciones a las que se sometá la eficacia de la oferta) o por la junta general de accionistas (votar a favor de los acuerdos a los que, en su caso, se condicione la oferta o en contra de las medidas que puedan adoptarse para obstaculizar o dificultar la oferta).

c) Compromisos o garantías sobre su capacidad para suscribir el acuerdo, la válida y plena titularidad de las acciones con las que se comprometen a acudir a la oferta y la obligación de no transmitir ni gravar las acciones hasta la aceptación de la oferta.

d) Compromisos sobre el ejercicio de los derechos de voto en el órgano de administración y/o en la junta de accionistas a efectos del mantenimiento de la posición de la sociedad afectada hasta el cierre de la oferta, en aspectos tales como la explotación de los negocios siguiendo su curso ordinario, la no modificación de los estatutos sociales, la no distribución de dividendos ni de ninguna otra forma de remuneración a los accionistas, la no realización de operaciones extraordinarias o estratégicas, etcétera.

e) Penalizaciones en caso de incumplimiento.

f) Estipulaciones diversas (confidencialidad, cesión, legislación y sumisión a fuero, etc.).

5. Obligaciones de información sobre el acuerdo

Las obligaciones de información en relación con los posibles acuerdos sobre la oferta entre el oferente y los accionistas de la sociedad afectada son comunes a los anteriormente mencionados entre el oferente y la propia

sociedad afectada. Así, el folleto explicativo de la oferta deberá contener una descripción completa del acuerdo y, tal y como viene siendo la práctica habitual, el propio acuerdo constará como anexo al mismo, y, en el informe que ha de elaborar el consejo de administración de la sociedad afectada sobre la OPA deberá darse cuenta de dichos acuerdos, todo ello sin perjuicio de la aplicación de la normativa general relativa a información privilegiada y relevante.

MODALIDADES DE OPA EN EL MARCO DE UNA OPERACIÓN DE *PUBLIC TO PRIVATE*. LA OPA OBLIGATORIA

1. Planteamiento

Tal y como anteriormente se ha señalado, la Ley 6/2007 y el Real Decreto 1066/2007 han modificado el régimen español de las ofertas públicas de adquisición de valores para adaptarlo a la Directiva de OPAs. Dicho nuevo régimen distingue claramente dos tipos de OPAs: las obligatorias y las voluntarias, a las que habrá que añadir las ofertas por exclusión de cotización y por adquisición de acciones propias para su amortización. Además, su regulación da lugar a diversas posibilidades de ejecución que dan al nuevo régimen un especial interés en relación con las operaciones de *public to private*.

En efecto, estas operaciones pueden realizarse a partir de una OPA voluntaria u obligatoria por toma de control y requerir, finalmente y en determinadas circunstancias, de la presentación de una nueva OPA, en este caso de exclusión. Todo ello obliga a analizar cada una de dichas figuras a la luz del nuevo régimen aplicable.

A este respecto, el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores, en su redacción dada por la Ley 6/2007, establece el supuesto de hecho de las OPAs obligatorias, de forma que *«quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada»*. Por contraposición, el artículo 61 de la Ley del Mercado de Valores se refiere a las OPAs voluntarias como aquellas *«formuladas de modo voluntario, [que] deberán dirigirse a todos sus titulares, estarán sujetas a las mismas reglas de*

procedimiento que las ofertas contempladas en este Capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferiores al total».

Por tanto, las OPAs voluntarias se definen, por contraposición a las obligatorias, como aquéllas en las que el oferente no ha adquirido previamente el control de la sociedad afectada (en los términos definidos en la normativa aplicable), pudiendo ser totales o parciales, debiendo dirigirse –sin embargo–, en ambos casos, a todos los titulares de los valores afectados que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto sobre una sociedad cotizada. Las reglas procedimentales de las OPAs voluntarias son las mismas que las de las obligatorias.

Sin embargo, ahí acaban las similitudes entre ambos tipos, ya que el régimen jurídico sustantivo al que unas y otras están sujetas es distinto, destacando los siguientes aspectos: las OPAs voluntarias no habrán de formularse a precio equitativo (artículo 13.5 del Real Decreto 1066/2007) y su efectividad puede someterse al cumplimiento de determinadas condiciones (artículo 13.2 del mismo texto legal). En todo caso, si en el curso de la formulación de una OPA voluntaria ésta deviniera obligatoria, por ejemplo, porque el oferente o las personas que actúen en concierto con él hubieran adquirido una participación de control en la sociedad afectada, la oferta será considerada obligatoria y deberá cumplir con lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 para este tipo de ofertas.

Por tanto, desde la perspectiva de las operaciones de *public to private* que son objeto de este trabajo, resulta conveniente analizar, en primer lugar, el régimen jurídico de las OPAs obligatorias, aunque puedan resultar menos frecuentes que las voluntarias en este tipo de transacciones. En efecto, la toma de control obliga al oferente a asumir el riesgo financiero derivado de la adquisición de una participación de, al menos, el 30% de los derechos de voto de la sociedad afectada, sin tener certeza de poder llegar a adquirir un porcentaje de participación suficiente para adquirir el control total de la compañía o completar la operación de *public to private*, situación difícil de asumir en operaciones promovidas, por ejemplo, por entidades de capital riesgo que precisan de la obtención de una mayoría en la sociedad cotizada que les permita su reestructuración posterior.

En relación con las OPAs obligatorias, cuyo supuesto de hecho, como hemos visto, es la adquisición del control de una sociedad cotizada, los aspectos fundamentales a considerar serán: (i) qué se entiende por «control» a los efectos de la normativa sobre OPAs; (ii) a qué valores será necesario extender la oferta; y (iii) cómo se delimita la figura del oferente obligado a la presentación de una OPA.

2. Antecedentes normativos

La normativa derogada en 2007 (la antigua redacción de los artículos 60 y 61 de la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 1197/1991) fue aprobada en un momento en que las propuestas comunitarias propugnaban el modelo de OPA obligatoria y previa, es decir, que el supuesto de hecho fuera la intención de adquirir una participación significativa en una sociedad cotizada. Por ello, el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores establecía, con carácter general, un régimen de ofertas públicas previas o intencionales, obligatorias y con la doble modalidad de parciales o totales, dependiendo del umbral de participación en el capital social que se pretendiera alcanzar (más del 25%, incrementos de participación entre el 25% y el 50% y más del 50%).

Sus antecedentes hay que buscarlos en el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, que reguló, por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico, las OPAs. Pese a las críticas que mereció, dicha regulación marcó las líneas maestras del régimen de OPAs. Posteriormente, la ausencia de una regulación más detallada en diversos aspectos y, en especial, en relación con las ofertas competidoras, se intentó paliar con el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, antecedente inmediato del Real Decreto 1197/1991¹.

Tal y como señaló la propia CNMV en su memoria correspondiente al ejercicio 2000, en relación a la normativa derogada, los objetivos básicos de la regulación española en materias de OPAs, que se configuró como un marco específico para canalizar ordenadamente las operaciones de toma

¹ J. GUITARD MARÍN, *Principales innovaciones en el régimen jurídico de las OPAs establecidas por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio*, Derecho de los Negocios, año 2, núm. 12.

de control o de adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas, eran dos: por una parte, crear un régimen de transparencia que proporcionase a los accionistas o titulares de los valores afectados la información imprescindible para adoptar una decisión razonada sobre la operación que se les propone. Por otro, garantizar un trato igualitario a todos los accionistas y titulares de los valores afectados, al exigir que la prima de control se distribuyese de forma no discriminatoria entre todos ellos.

Pues bien, a partir de la entrada en vigor del Real Decreto 1197/1991 que desarrolló los artículos 34 y 60 de la Ley de Mercado de Valores, coexistieron en nuestro ordenamiento las siguientes modalidades de OPAs obligatorias²:

(i) OPAs derivadas de la intención de adquirir una participación significativa en una sociedad cotizada (párrafo primero del artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores y artículos 1 y 3 del Real Decreto 1197/1991). En concreto, dentro de esta categoría podemos incluir:

a) OPAs previas necesarias para la adquisición de una participación significativa en una sociedad cotizada, incluyendo, a partir de la entrada en vigor de la modificación del Real 432/2003, los supuestos en los que se pretende designar un determinado número de consejeros en la misma.

b) OPAs en supuestos de adquisición indirecta de una participación significativa.

c) OPAs en supuestos de adquisición sobrevenida de una participación significativa.

d) A partir de la entrada en vigor de la modificación del Real 432/2003, OPAs posteriores a la adquisición cuando se designen en la sociedad cotizada un número de administradores que superen los umbrales de un tercio o la mitad de los miembros del consejo de administración.

(ii) OPAs en caso de modificación de estatutos de la sociedad cotizada.

(iii) OPAs en caso de exclusión de cotización.

(iv) OPAs en caso de reducción de capital mediante compra por la sociedad de sus propias acciones para su amortización.

En el proceso normativo de la regulación de las OPAs en España, el siguiente hito vino marcado por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril³, por el que se modificó el Real Decreto 1197/1991 y que incorporó las

² Siguiendo la clasificación ya utilizada en ocasiones precedentes. Vid F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 613-614.

³ Para un comentario sobre las modificaciones introducidas por el Real Decreto 432/2003, ver L. SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, *Modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las OPAs por el Real Decreto 432/2003*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, julio-sept. 2003, pgs. 229-250.

siguientes novedades principales: (i) inclusión, como supuesto de hecho desencadenante de la obligación de formular una OPA, de la designación en una sociedad cotizada, con posterioridad a una adquisición de valores, de un determinado número de consejeros; (ii) previsión de que la eficacia de una OPA pudiera someterse a la condición de que los órganos societarios de la sociedad afectada adoptasen determinadas decisiones; y (iii) el establecimiento de un nuevo sistema de OPAs competidoras que concluye en un proceso de subasta en sobre cerrado, sin ventajas para el primer oferente.

3. Régimen vigente de las OPAs. Ámbito de aplicación subjetivo. Modalidades y principales características

3.1. ÁMBITO DE APLICACIÓN SUBJETIVO

La normativa española de OPAs resulta de aplicación a las ofertas que se formulen o deban formularse sobre sociedades cotizadas, entendiéndose por tales, al igual que en el Real Decreto 1197/1991, aquellas cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España⁴. Para el supuesto de que coticen en un mercado secundario oficial español sociedades que no tengan su domicilio en España, el Real Decreto 1066/2007, siguiendo la Directiva de OPAs, establece una serie de criterios alternativos que se analizan a continuación.

En cuanto al requisito de la negociación, total o parcial, en un mercado secundario oficial español, deben realizarse las siguientes precisiones:

(i) Las bolsas de valores, contempladas en los artículos 45 y ss. de la Ley del Mercado de Valores, son los mercados secundarios oficiales que tienen atribuida, aunque no en exclusiva desde la publicación de la Ley 47/2007, la negociación de las acciones y demás valores convertibles en acciones o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción, según el artículo 46 del mismo texto legal, lo que incluye las acciones ordinarias, privilegiadas, rescatables y sin voto, las obligaciones convertibles o canjeables, los

⁴ Para un comentario sobre la determinación del domicilio a efectos de la nacionalidad, vid. R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *La Sociedad anónima. Principios fundamentales*, en R. URÍA y A. MENÉNDEZ (dirs.), «Curso de Derecho Mercantil», Ed. Civitas, 1999, tomo I, pgs. 772-773.

derechos de suscripción preferente y de asignación gratuita de acciones, los *warrants* que den derecho a la compra, venta o suscripción de acciones, las opciones sobre acciones y aquellos otros valores que determine la CNMV.

(ii) La cotización parcial de las acciones de una sociedad se preveía expresamente, aunque con carácter excepcional, en el ya citado artículo 46 de la Ley de Mercado de Valores al establecer que «la admisión a negociación de dichos valores deberá referirse, con las excepciones o limitaciones que el gobierno establezca, a la totalidad de los emitidos». Después de la reforma de la Ley 47/2007, la referencia expresa ha sido suprimida. En todo caso, la habilitación para establecer dichas excepciones o limitaciones no fue utilizada por el Gobierno.

(iii) A diferencia de la normativa derogada que expresamente incluía dentro del concepto de «sociedades cotizadas» a aquellas respecto de las que se hubiera producido la solicitud de admisión a negociación de su capital en una bolsa de valores, tanto la Ley 6/2007 como el Real Decreto 1066/2007 han obviado dicha referencia que, sin embargo, entiendo igualmente aplicable, por vía interpretativa.

El artículo 32 de la Ley de Mercado de Valores prevé que la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales requerirá la verificación previa por la CNMV del cumplimiento de los requisitos y procedimientos legalmente establecidos, así como el acuerdo del organismo rector del mercado en el que se pretendan negociar los valores.

Pues bien, las acciones cuya adquisición está afectada por la obligación de formular una OPA son aquellas respecto de las que se haya solicitado su admisión a negociación en bolsa y esté pendiente de la verificación de la CNMV y/o del acuerdo de la Sociedad Rectora de la bolsa correspondiente. A estos efectos considero necesario, al igual que lo entendía en relación con la normativa derogada, que se haya presentado la solicitud de admisión y no sólo que el órgano competente de la sociedad afectada hubiera tomado el acuerdo de solicitarla.

Por lo que se refiere al domicilio social en España, el artículo 5 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que serán españolas, y se registrarán por la Ley de Sociedades Anónimas, todas las sociedades de este tipo que tengan su domicilio en territorio español, cualquiera que sea el lugar en que se hubieren constituido, para añadir, en su apartado 2, que deberán tener su domicilio en España las sociedades anónimas cuyo principal establecimiento o explotación radique en dicho territorio. La Ley española parece seguir, por tanto, en relación con el domicilio, la teoría de la sede efectiva, hoy en revisión por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas por considerarla contraria a la libertad de establecimiento consagrada en las normas fundamentales de la Unión Europea. En efecto, tras las decisiones del Tribunal de Justicia en relación con el artículo 48 Tra-

tado CE en el asunto Centros Ltd.⁵, ha de entenderse según la mejor doctrina⁶ que el domicilio social se identifica con el domicilio estatutario y, por tanto, que el «*domicilio social y la lex societatis coinciden*».

Como se ha adelantado anteriormente, puede darse igualmente el supuesto de que la sociedad tenga su domicilio social en un Estado miembro diferente al del mercado secundario en el que estén admitidas a negociación sus acciones. Ante esta situación cabían, *a priori*, dos opciones: someter la regulación de la oferta a una sola normativa (principio de unidad normativa) o un modelo fraccionado basado en la aplicación de varias normativas. La compleja realidad del régimen jurídico de las OPAs, que participa de aspectos de la normativa del mercado de valores, de derecho administrativo y de derecho de sociedades hace que sea difícil encontrar un punto de conexión único que resulte satisfactorio⁷.

Por ello, el Real Decreto 1066/2007, siguiendo la Directiva de OPAs, establece, para este supuesto, un modelo de jurisdicción compartida que parte de la diferenciación de distintos aspectos de la normativa sobre OPAs aplicable:

(i) Normas reguladoras del procedimiento de la oferta: la información sobre la decisión del oferente de presentar una oferta pública, el contenido del folleto explicativo, la difusión de la oferta, las modalidades de contraprestación admisibles, el precio ofrecido y el régimen de las ofertas competidoras.

(ii) Cuestiones de derecho de sociedades y de información de los trabajadores y, en particular, el porcentaje de derechos de voto que confiere el control, las excepciones a la obligación de formular una oferta, así como las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender acciones que puedan perturbar el desarrollo de la oferta.

(iii) Actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y, en particular, los aspectos relativos a la información que se debe facilitar al personal de la sociedad afectada.

⁵ Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 9 de marzo de 1999 (Asunto C. 121/97: «Centros»).

⁶ Por todos, F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Ofertas públicas de adquisición de acciones: problemas de ley aplicable*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 25, 2005, pgs. 109-131 (pg. 119).

⁷ F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Ofertas públicas de adquisición...*, op. cit., pg. 117.

Sobre la base de dicha segmentación normativa, el artículo 1.2 del Real Decreto 1066/2007 establece diferentes puntos de conexión:

(i) Se aplicará la normativa española sobre OPAs y el órgano supervisor de la oferta será la CNMV, mientras que el derecho de sociedades y el de información de los trabajadores será el correspondiente al país de su domicilio social, a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyas acciones no coticen en una bolsa del país de su domicilio social, en cualquiera de los siguientes casos:

a) Cuando las acciones de la sociedad sólo estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español.

b) Cuando la primera admisión a negociación de las acciones en un mercado regulado lo haya sido en un mercado secundario oficial español.

c) Cuando las acciones de la sociedad sean admitidas a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español, y la sociedad así lo decida mediante notificación a dichos mercados y a sus autoridades competentes el primer día de negociación de sus acciones.

d) Cuando el 20 de mayo de 2006, las acciones de la sociedad ya hubieran sido admitidas a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español y la CNMV así lo hubiera acordado con las autoridades competentes de los demás mercados en los que se hubieran admitido a negociación o, a falta de acuerdo, así lo hubiera decidido la sociedad.

(ii) Por su parte, se aplicará la normativa española sobre derecho de sociedades y reguladora del régimen de información a los trabajadores, cuando la sociedad afectada tenga su domicilio en España pero sus valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español.

(iii) Finalmente, se aplicará la normativa española sobre OPAs y el órgano supervisor de la oferta será la CNMV cuando la sociedad afectada no tenga su domicilio social en España ni en ningún otro Estado miembro de la Unión Europea y sus acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español.

De esta forma, conforme al esquema establecido por la Directiva de OPAs, se aplica un modelo de jurisdicción única (la del Estado miembro del domicilio social) cuando la sociedad afectada tiene su domicilio social en el mismo Estado miembro en el que cotizan sus acciones (aunque también coticen en mercados de otros Estados miembros⁸) y un modelo de jurisdicción compartida cuando domicilio social y Estado miembro en el que cotizan las acciones no coinciden⁹.

⁸ F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Ofertas públicas de adquisición...*, op. cit., pgs. 119-120.

⁹ F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Ofertas públicas de adquisición...*, op. cit., pgs. 121-123.

3.2. CARACTERÍSTICAS DE LA OPA OBLIGATORIA

El nuevo régimen de OPA obligatoria presenta caracteres comunes con los del régimen derogado en diferentes aspectos. En concreto: (i) el carácter irrevocable de las OPAS presentadas¹⁰, (ii) las garantías exigibles¹¹, (iii) la modalidad del control administrativo a cargo de la CNMV y su procedimiento¹², (iv) el régimen de informa-

¹⁰ Sobre la irrevocabilidad de la oferta, vid. E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, modificación y cese...*, op. cit., pgs. 871-924, en el que critica la terminología seguida, toda vez que: «lógicamente, la regla de la irrevocabilidad de la oferta pública tiene un alcance absoluto. De modo que, aunque el oferente diga que revoca la oferta no tiene eficacia alguna, y tanto la oferta como los contratos ya perfeccionados en virtud de las aceptaciones de la misma siguen vigentes para en adelante en las condiciones prefijadas» (pg. 879). Los comentarios de E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA al artículo 24 del Real Decreto 1197/1991 siguen siendo válidos en relación con el artículo 30 del Real Decreto 1066/2007, toda vez que su texto reproduce el artículo 24 de la norma derogada, con la sola diferencia de introducir, en relación con las condiciones a que se puede someter la efectividad de una OPA, las diferencias entre el régimen aplicable a las ofertas obligatorias y voluntarias.

¹¹ El sistema de garantías previsto en el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007 es muy similar al que preveía el artículo 11 del Real Decreto 1197/1991 con la única diferencia relevante de que la nueva norma admite, cuando la contraprestación consista total o parcialmente en dinero, la utilización de depósito en efectivo constituido en una entidad de crédito junto al aval de entidad de crédito y, por el contrario, ha eliminado la referencia a los «fondos públicos» y el «dinero» previstos en el artículo 11.2 Real Decreto 1197/1991. Para un comentario doctrinal sobre este tema, J. M. EMBID IRUJO, *Garantías exigidas al oferente en la nueva regulación de las OPAs (análisis del art. 11 del Real Decreto 1197/1991 del 26 de julio)*, en A. POLO DÍEZ (coordinador), «Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells», vol. I, pgs. 695-704 y M. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 11.- Garantías de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 325-337.

¹² La modalidad de control administrativo a cargo de la CNMV y su procedimiento se regula en los artículos 16 a 27 del Real Decreto 1066/2007, todos ellos incluidas en su Capítulo V bajo la rúbrica «Anuncio, presentación y autorización de la oferta». Entre sus principales diferencias respecto del régimen establecido en el Real Decreto 1197/1991 cabe destacar la distinción entre el anuncio de la oferta (en las OPAs voluntarias) —ex artículo 16 del Real Decreto 1066/2007— de la efectiva presentación de la oferta, que consiste en una de solicitud de autorización de la oferta a la CNMV, que deberá recoger las principales características de la misma e ir acompañado de la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la oferta, adoptado por la persona u órgano competente, y del folleto explicativo de la oferta. Además, se indicará si la decisión está condicionada a su aprobación por la junta general de accionistas de la sociedad oferente y, en su caso, se aportará la documentación correspondiente en cuanto se obtenga dicha aprobación. La restante documentación se podrá presentar en el plazo máximo de los 7 días hábiles siguientes. La solicitud de autorización deberá presentarse durante el mes

ción¹³ en relación con la oferta, (v) las reglas sobre caducidad de la oferta y (vi) sobre la publicación de los resultados de la oferta y su liquidación, sólo presentan modificaciones de matiz.

Sin embargo, presenta importantes novedades en aspectos tales como (i) los supuestos de toma de control, (ii) determinadas previsiones del régimen de ofertas competidoras¹⁴, (iii) la distinción entre anuncio y pre-

siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión en el caso de las ofertas voluntarias o desde que se den las circunstancias que hagan obligatoria la presentación de una OPA; la admisión a trámite de la oferta será anunciada por la CNMV en un plazo máximo de los 7 días hábiles siguientes desde que se complete la documentación, lo que se hará constar en su página web el mismo día en que tome la decisión de su admisión o, en su caso, de su inadmisión. Esta última procederá en los siguientes supuestos: (a) cuando el folleto contenga errores esenciales o no incluya la información mínima prevista en el anexo I al Real Decreto 1066/2007, (b) cuando falte la documentación acreditativa de las garantías o la documentación complementaria prevista en el artículo 20 del Real Decreto 1066/2007, o presenten errores o vicios graves o (c) que la solicitud incumpla de forma manifiesta lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007.

Al contenido del folleto se dedica el artículo 18 del Real Decreto 1066/2007, regulándose en el artículo 19 su validez transfronteriza; en el 20 la documentación complementaria y en el 21 la autorización de la oferta. La publicación de la oferta se regula en el artículo 22 de dicho texto legal y el plazo de aceptación en el 23.

Además, el Capítulo VIII del Real Decreto 1066/2007 regula el régimen jurídico de la aceptación de la oferta y la liquidación de las operaciones (artículos 34 a 39).

¹³ Se modifica tanto el procedimiento como la información respecto del mismo: anuncio de la oferta (artículo 16 del Real Decreto 1066/2007), presentación de la oferta y admisión a trámite por la CNMV (artículo 17), autorización de la oferta (artículo 21), publicación de la oferta (artículo 22), informe del órgano de administración de la sociedad afectada (artículo 24), informaciones a los trabajadores (artículo 25) e información sobre las aceptaciones de la oferta y publicación del resultado (arts. 35 y 36).

¹⁴ El régimen de las ofertas competidoras ha tenido pocas modificaciones respecto del que introdujo el Real Decreto 432/2003 en el Real Decreto 1197/1991. Para un análisis de dicha normativa, vid. M. I. SÁEZ LACAVE, *Una aproximación al derecho de OPAs competidoras...*, op. cit., pgs. 7-48.

El Real Decreto 1066/2007 ha introducido las siguientes modificaciones respecto de la normativa derogada: (i) se prevé, expresamente, la posibilidad de que el oferente pueda asociarse o concertarse con terceros con el fin de mejorar la oferta (artículo 41 Real Decreto); (ii) se prevé la posibilidad de que se puedan presentar ofertas competidoras en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial hasta el 5º día hábil anterior a la finalización de su plazo de aceptación (artículo 42.c) frente al plazo de los 10 días naturales siguientes al inicio del plazo de la última oferta con el límite máximo de los 30 días naturales siguientes al inicio del plazo de aceptación del plazo inicial; (iii) se contempla la posibilidad de ampliación de los plazos para la presentación de ofertas competidoras cuando se trate de una oferta obligatoria por toma de control posterior al 5º día natural

sentación de la oferta y el plazo para dicha prestación desde su anuncio público¹⁵, (iv) el régimen de actuación del órgano de la sociedad afectada y el de neutralización de los blindajes¹⁶ y (v) el de su coordinación con el derecho de defensa de la competencia.

A continuación, desarrollaremos los aspectos más relevantes de las ofertas obligatorias en todo aquello que afecta especialmente a las operaciones de *public to private* y, en concreto, en cuanto a las posibilidades de actuación de los oferentes o potenciales oferentes.

3.3. MODALIDADES DE OPA OBLIGATORIA

A diferencia de la normativa derogada, el Real Decreto 1066/2007 establece, con carácter general, un régimen de OPA obligatoria total y *a posteriori*, cuando se haya adquirido el control de la sociedad afectada, de forma directa, indirecta o sobrevenida.

Además, mantiene los supuestos de OPA por exclusión y OPA por adquisición de acciones propias para su amortización, aunque su naturaleza es distinta de las OPAs por toma de control. En este último caso, la adquisición del control de una sociedad cotizada determina la obligación

anterior a la finalización del plazo de aceptación de la oferta inicial (artículo 42.1.d); (iv) se establece la posibilidad de, cuando se trate de ofertas voluntarias, someterlas a la condición de su aceptación por un porcentaje más alto que el de cualquiera de las precedentes (artículo 42.2); (v) se admiten las aceptaciones múltiples y se detalla el procedimiento de su escrutinio (artículo 43) frente al sistema de revocación de las declaraciones de aceptación previsto en el Real Decreto 1197/1991; (vi) se regula la modificación del plazo de aceptación y los procedimientos de mejora y desistimiento; (vii) se prevé expresamente la posibilidad de pactar un *break fee* a favor del primer oferente, en los términos anteriormente expuestos en este trabajo; (viii) se reconoce una ventaja a favor del primer oferente en el procedimiento de sobres cerrados, consistente en la posibilidad de presentar una última mejora si su oferta en sobre cerrado no resulta inferior en más de un 2% a la más alta de las ofertas en los sobres (artículo 45.6); y (ix) aplicación del principio de igualdad informativa (artículo 46), en los términos ya comentados anteriormente en este trabajo.

¹⁵ Se trata de una novedad procedimental del Real Decreto 1066/2007 que persigue reducir el período en el que la decisión sobre la presentación de la oferta constituye información privilegiada.

¹⁶ Se trata de uno de los aspectos más polémicos durante el proceso de tramitación de la Directiva de OPAs (vid. L. DE CARLOS y C. DE CÁRDENAS SMITH, *Directiva de OPAs*, op. cit., pg. 233).

del adquirente de formular, *a posteriori*, una oferta pública dirigida a todos los titulares de los valores afectados. En el primer caso, por el contrario, la OPA se configura como un procedimiento obligatorio (sin perjuicio de las excepciones que luego analizaremos) para conseguir el objetivo pretendido: la exclusión de cotización o la adquisición de acciones propias para su amortización.

Por último, conviene señalar que la nueva normativa ha suprimido la OPA obligatoria por modificación de los estatutos sociales de la sociedad afectada, supresión que resulta lógica a la vista de la definición de «control» utilizada a estos efectos por la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 1066/2007, que se analiza en el apartado siguiente.

4. La toma de control

4.1. CONSIDERACIONES PREVIAS. LOS CONCEPTOS DE ADQUISICIÓN Y CONTROL

Dado que en el nuevo régimen de OPAs la oferta obligatoria es *a posteriori* (una vez adquirido el control), ya no resulta tan relevante, a diferencia de lo que ocurría con la normativa derogada, el concepto de «adquisición».

En efecto, bajo la vigencia del Real Decreto 1197/1991, el supuesto de hecho desencadenante de la obligación de formular una OPA era la pretensión de adquirir una participación relevante en una sociedad cotizada (sistema de OPA intencional y *a priori*). Por tanto, en dicho régimen resultaba fundamental la determinación de qué se entendía por adquisición, pues el que tuviese intención de adquirir una participación relevante en una sociedad cotizada y rebasar los umbrales fijados por la normativa, no podía adquirir acciones en la sociedad afectada sin formular previamente una OPA.

En la actualidad, la obligación de formular una OPA viene determinada por el hecho objetivo de pasar a tener el control de una sociedad cotizada sin que, salvo en casos muy particulares (como, por ejemplo, en adquisiciones a título lucrativo), que tienen su origen en los debates suscitados en relación con la normativa precedente, tenga relevancia el procedi-

miento por el que se haya adquirido el control. El presupuesto de hecho se traslada, por tanto, al hecho objetivo de haber adquirido el control, tal y como éste se define en la normativa de OPAs.

A este respecto, a efectos sistemáticos, debemos distinguir entre el concepto de «adquisición del control» (i.e., cuando se entiende que una persona física o jurídica adquiere el control de una sociedad cotizada), de los procedimientos que se pueden utilizar o que conducen a la adquisición de dicho control.

Ambos aspectos son objeto de atención, de forma separada, en la actual redacción del artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores (apartados 1 y 2) y de desarrollo en los artículos 3 a 8 del Real Decreto 1066/2007. En este apartado me voy a referir al concepto de «participación de control», cuya adquisición determina la obligación de formular una OPA obligatoria, mientras que en los apartados 5 y 6 siguientes se estudiarán los procedimientos que la normativa aplicable prevé para que puede llegar a adquirirse dicha participación de control.

Como punto de partida para este análisis debemos hacer referencia al artículo 5 de la Directiva de OPAs que dispone que cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición venga en posesión de valores de una sociedad cotizada tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera, le confieran un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios.

La Directiva de OPAs, sin embargo, no define el porcentaje o umbral de control¹⁷, remitiéndose en el apartado 3 del referido artículo 5 a las

¹⁷ La Directiva de OPAs se refiere únicamente al concepto «control» sin fijar el umbral a partir del cual se obtiene (vid., entre otros, artículos 3 y 5 de la Directiva de OPAs). Para un comentario sobre esta falta de definición, se puede consultar: J. M. BENEYTO y J. PUENTE, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 555 y 556; y J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 623-625; se explica por su carácter de «Directiva de mínimos» según L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Cambios de control y obligación de OPA...*, op. cit., pgs. 1363-1364. El ahora derogado artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores tampoco fijaba el umbral de control, dejándolo a su desarrollo reglamentario (vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pg. 612).

normas de los Estados miembros para la determinación del porcentaje de derechos de voto que confiera el control, así como para su método de cálculo.

La redacción de la Directiva de OPAs parece dar a entender que la adquisición del control de una sociedad cotizada viene determinada exclusivamente por la posesión de un determinado porcentaje de derechos de voto (a determinar por cada Estado miembro). Sin embargo, la ley española, aprovechando la flexibilidad que concede la Directiva, establece un supuesto adicional de adquisición de control vinculado a la designación de un determinado número de consejeros en la sociedad cotizada. De esta forma, conforme a lo dispuesto en el artículo 60.2 de la Ley del Mercado de Valores, en España se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas con las que actúe en concierto, el control de una sociedad cotizada cuando:

- (i) alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto superior al 30% (control por toma de participación); o
- (ii) haya alcanzado una participación inferior y designe un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad (control por designación de consejeros).

4.2. CONTROL POR TOMA DE PARTICIPACIÓN

El artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, desarrollando lo dispuesto en el artículo 60.2 de la Ley del Mercado de Valores, fija en el 30%¹⁸ el porcentaje de derechos de voto que se entiende que confiere el control de una sociedad cotizada, lo que se separa, tanto por su carácter único como

¹⁸ La ausencia de una norma al respecto en la Directiva de OPAs ha permitido que los distintos Estados miembros hayan establecido distintos umbrales a partir de los que se entiende que se obtiene el control de la sociedad objetivo. Por ejemplo, lo han fijado en el 30% países como España, Austria, Bélgica, Chipre, Alemania, Irlanda, Italia, Holanda, Suecia y el Reino Unido. En un 33%, Eslovaquia. En un tercio, Francia, Hungría, Luxemburgo y Portugal y en un porcentaje superior la República Checa (40%), Lituania (40%), Latvia (50%), Malta (50%) y Polonia (66%) y en un porcentaje inferior Eslovenia (25%). Fuente: *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Commission Staff working document, Bruselas, 21 de febrero de 2007.

por su cuantía, de los distintos umbrales exigidos por el antiguo régimen español de OPAs¹⁹.

De esta forma, toda persona física o jurídica que, individualmente o de forma conjunta con las personas con las que actúe en concierto, alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% y, por tanto, alcance el control de una sociedad cotizada, vendrá obligada, en principio, a formular una OPA por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares, a un precio equitativo. A estos efectos, se computarán tanto los derechos de voto que correspondan a dicha persona física o jurídica como los que le sean atribuidos en virtud de las normas y presunciones establecidas en el artículo 5 del Real Decreto 1066/2007, que se analizan en el apartado 7 siguiente de este capítulo dedicado al cómputo de los derechos de voto.

La, en apariencia, «sencilla» regla del 30% de los derechos de voto debe ponerse en relación, por un lado, con la forma del cómputo de dichos derechos y, por otro, está sujeta a determinadas excepciones que han de tenerse en cuenta para su aplicación. De esta forma, en ciertos casos y al margen de la toma control por designación de consejeros, aun adquiriendo una participación igual o superior al 30% no surge la obligación de formular una OPA y, por el contrario, incluso adquiriendo una participación inferior al 30% puede surgir dicha obligación.

Dichas excepciones a la regla general son los siguientes:

- (i) Adquisición de un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% cuando otra persona (individualmente o de forma conjunta con las personas con las que actúe en concierto) tuviera un porcentaje de derechos de voto igual o superior.

¹⁹ El Real Decreto 1197/1991 fijaba los umbrales para la OPA parcial en el 25% y para la OPA sobre el 100%, tras la reforma llevada operada por el Real Decreto 432/2003, en el 50%. Para un comentario sobre el régimen vigente y la forma de determinación del porcentaje con anterioridad a la modificación del Real Decreto 432/2003, se pueden consultar los comentarios de J. ZURITA y SAENZ DE NAVARRETE a los artículos 1 y 2 del Real Decreto 1197/1991, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 27-74; A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pgs. 261-272; y C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 35-44. Para un comentario, una vez aprobado el Real Decreto 432/2003, vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 613 y ss.

En este caso, el apartado 2 del artículo 4 del Real Decreto 1066/2007 establece que la CNMV «dispensará de la obligación de formular la oferta pública de adquisición». Esta previsión resulta lógica si se piensa que en el supuesto previsto, el de un accionista o grupo de accionistas concertados que tengan una participación superior, el 30% de los derechos de voto no daría la posibilidad de controlar la sociedad afectada.

Por otra parte, los términos del precepto comentado son imperativos (la CNMV «dispensará») con lo que debe entenderse que no se trata de una decisión que la CNMV pueda, o no, adoptar, sino que resultará obligada cuando se den las circunstancias previstas por la norma²⁰, lo que puede no resultar infrecuente en el caso de un mercado bursátil con participaciones accionariales tan concentradas como el español²¹.

²⁰ En cuanto al procedimiento que ha de seguir la CNMV para adoptar la decisión, el artículo 4.2 del Real Decreto 1066/2007 señala que «la dispensa deberá ser solicitada por el interesado, quien al mismo tiempo se lo notificará a la sociedad afectada. Una vez presentada la solicitud de dispensa, la sociedad afectada dispondrá de un plazo de tres días hábiles para formular alegaciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En el plazo de diez días hábiles a contar desde la solicitud, o desde la fecha de registro de los documentos e informaciones que fuesen requeridas, la Comisión nacional del Mercado de Valores comunicará su decisión motivada al interesado y a la sociedad afectada y la hará pública a través de su página web».

²¹ La influencia de la estructura de participación accionarial en las sociedades cotizadas ha sido objeto de especial atención. Es bien conocido el trabajo de R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER, *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, vol. 54, 1999, pgs. 471-517, en el que, después de estudiar la estructura de participación accionarial de las sociedades cotizadas en Estados Unidos, concluyen que «Our results present a different picture of the ownership structure of a modern corporation than that suggested by Berle and Means and widely accepted in the finance literature. The Berle and Means widely held corporation is only a common organizational form for large firms in the richest common law countries, one of which—the United States—Berle and Means actually had in mind. As we look outside the United States, particularly at countries with poor shareholder protection, even the largest firms tend to have controlling shareholders. Sometimes that shareholder is the State; but more often it is a family, usually the founder of the firm or his descendants». Esta tesis sobre la superioridad del sistema de protección de los inversores estadounidense, posteriormente contestado doctrinalmente, muestra, en todo caso, la importancia concedida a la estructura accionarial y explica la previsión expresa del Real Decreto 1066/2007 de un supuesto que pudiera resultar extraño en el Reino Unido pero que, sin embargo, será frecuente en España. En efecto, con datos a 31 de diciembre de 2006, en 20 sociedades del IBEX-35 (9 en 2005), la suma de participaciones significativas declaradas, incluyendo los paquetes accionariales en poder del consejo, superaba el 50% del capital social, sin que exista ningún accionista que individualmente ejerza el control (Informe Anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX-35 del ejercicio 2006).

Asimismo, en relación con la estructura de propiedad de las sociedades españolas, es de mucho interés el trabajo de C. L. APARICIO ROQUEIRO, *La relación entre el valor de la empresa...*, op. cit.

La fuerte concentración en la estructura accionarial de las sociedades cotizadas

Dicha dispensa no será concedida de oficio sino que deberá ser solicitada por el adquirente del porcentaje de control (30% de los derechos de voto) a la CNMV y notificada simultáneamente a la sociedad afectada. Esta dispondrá de un plazo de tres días hábiles desde la citada notificación para formular alegaciones ante la CNMV que, en el plazo de diez días hábiles a contar desde la solicitud o desde la fecha de registro de los documentos e informaciones adicionales que requiera, deberá comunicar su decisión motivada al interesado y a la sociedad afectada y hacerla pública a través de su página web. Conforme a lo anteriormente expuesto, la motivación de la decisión de la CNMV debería limitarse a la comprobación de la concurrencia del supuesto de hecho previsto por la norma para otorgar la dispensa: existencia de otro accionista que, individualmente o actuando en concierto, cuente con una participación superior.

Esta interpretación se encuentra, además, respaldada por la previsión de que dicha dispensa se condicionará a que la persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiere sido dispensado o a que el dispensado no incurra en otra de las causas de OPA obligatoria como es la designación de más de la mitad de los consejeros de la sociedad afectada. Cuando estos supuestos se produzcan, la consecuencia automática será la obligación de formular una OPA salvo que, en el plazo de tres meses, el dispensado enajene el exceso de participación por encima de dicho porcentaje o resuelva el pacto parasocial, acuerdo o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal porcentaje y, entre tanto, no se ejerzan los derechos de voto que excedan de tales porcentajes. Si finalmente debe formularse la OPA, el precio deberá ser el mayor entre el precio equitativo y el correspondiente a una OPA de exclusión.

(ii) Supuestos en que resulta obligatorio formular una OPA como consecuencia de la adquisición de derechos de voto de la sociedad afectada, aunque representen un porcentaje inferior al 30%.

El supuesto de hecho es la posesión, directa o indirecta, a la entrada en vigor de la nueva normativa de OPAs (13 de agosto de 2007), de un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% pero inferior al 50%.

En este caso, conforme a lo previsto en la disposición adicional primera del Real Decreto 1066/2007, el titular de dicha participación quedará obligado a formular una OPA siempre que se dé, además, alguna de las siguientes circunstancias: (a) que adquiera en un solo acto o en actos sucesivos acciones de dicha sociedad hasta incrementar su participación en, al menos, un 5% en un período de doce meses; o (b) que se alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50% por cualquier causa, como por ejemplo, en los supuestos de OPA por toma de control sobrevenida que se comentan más adelante: reducción de capital, canje o conversión de valores o variación de la autocartera; o (c) que se adquiera una participación adicional (cualquiera que esta sea) y se designen, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6 del Real Decreto 1066/2007, en los 24 meses siguientes a la adquisición—debe entenderse desde la última efectuada en caso de que aquella haya sido escalonada— un número de consejeros que, unidos, en su caso,

españolas y su influencia sobre su estructura de gobierno corporativo es puesta de manifiesto por F. SÁNCHEZ CALERO, *La Junta General...* op. cit., pgs. 738-741 con datos del año 2004.

a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada²².

Tal y como se ha indicado, se trata de una disposición adicional y no transitoria y, en su virtud, no se trata de un régimen temporal sino aplicable mientras sigan existiendo participaciones accionariales en sociedades cotizadas que, a 13 de agosto de 2007, representasen un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% pero inferior al 50%.

4.3. CONTROL POR DESIGNACIÓN DE CONSEJEROS

Conforme a lo previsto en el artículo 60.2 de la Ley del Mercado de Valores, el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007 desarrolla un segundo supuesto de adquisición del control de una sociedad cotizada determinante de la obligación de formular una OPA consistente en alcanzar, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior al 30% siempre que, en los 24 meses siguientes a la fecha de adquisición del porcentaje inferior, se designe un número de consejeros que representen más de la mitad de los miembros del consejo de administración de la sociedad afectada.

El origen de esta previsión normativa se encuentra en la proposición no de ley del Congreso de los Diputados de 1 de octubre de 2002²³ en la que, a los efectos de proteger de manera más efectiva los intereses de los pequeños accionistas en los procesos de compra, se instaba a la adopción de las medidas necesarias con el objeto de:

²² Disposiciones parcidas pueden encontrarse en el Reino Unido [vid. *Rule 9.1(b)* del *Takeover Code* inglés], Francia [vid. artículo 234-5 del denominado *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers*, que en su libro II, título III regula las ofertas públicas de adquisición) e Italia [vid. artículo 46 del denominado *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti* en relación con el artículo 106.3.b) del *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*].

²³ Esta Proposición no de Ley fue motivada por algunas operaciones de adquisición de porcentajes inferiores al 25 por ciento de los derechos de voto en sociedades cotizadas en las que la distribución de su accionariado permitían el nombramiento de un número suficiente de consejeros para adquirir el control de la sociedad sin presentar OPA, operaciones que eran válidas antes de la modificación operada por el Real Decreto 432/2003. En concreto me refiero a la adquisición del 23,5% de VALLEHERMOSO por SACYR, de un porcentaje también inferior al 25% de DRAGADOS por ACS y de un porcentaje similar de METROVACESA por BAMI. Para un comentario al respecto, se puede consultar J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas...*, op. cit., pgs. 632-636; y L. SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, *Modificaciones introducidas en el régimen...*, op. cit., pgs. 230-231.

(i) Extender la obligación de formular una OPA a quien pretendiese adquirir el control de una sociedad cotizada sin alcanzar el 25% de su capital, regulando las condiciones objetivas que habrían de tomarse en consideración para determinar la referida pretensión, tales como el nombramiento, ya sea directo, indirecto o en concierto, de un número relevante de los miembros de su órgano de administración.

(ii) Regular el porcentaje mínimo de valores al que debía dirigirse la OPA cuando se pretendiese adquirir el control de una sociedad sin alcanzar el 25% de su capital, conforme a lo señalado anteriormente.

(iii) Obligar «a lanzar una OPA, garantizando un precio mínimo de la oferta, a quien, sin haberla realizado en el momento de adquirir una participación significativa en el capital de una sociedad cotizada, de modo sobrevenido haya tomado el control de esa sociedad nombrado posteriormente un porcentaje relevante de miembros de la administración y pagado, en su caso, una prima de control por las acciones adquiridas».

Dicha proposición no de ley, apoyada por todos los grupos parlamentarios, supuso la reforma de los apartados 5 y 6.1 del artículo 5 del Real Decreto 1197/1991, que se llevó a cabo mediante el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril.

La principal dificultad que la norma vigente plantea es, como lo era en la derogada, la determinación de en qué casos los consejeros se consideran designados por la entidad adquirente, lo que pretende acotar el Real Decreto 1066/2007 en su artículo 6 mediante la introducción de una serie de presunciones. Estas presunciones, sin embargo, son *iuris tantum* y, por lo tanto, admiten prueba en contrario, aunque como veremos a continuación, en algunos de los supuestos, esta prueba en contrario será difícil en la práctica.

A estos efectos, el precepto reglamentario establece que se presumirá que el titular de la participación ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada cuando:

(i) El consejero haya sido nombrado por el titular de la participación o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio de su derecho de representación proporcional. Se trata del ejercicio del derecho²⁴ previsto con carácter imperativo²⁵ en el artículo 137 de la Ley de Sociedades Anónimas. Pese a las críticas doctrinales²⁶ y la falta de precedentes en otros

²⁴ Mera facultad o expectativa (E. POLO SÁNCHEZ, *Los administradores y el consejo de administración...*, op. cit., pg. 400) o derecho potestativo para otros.

²⁵ J. JUSTE MENCIA, *Los derechos de la minoría en la sociedad anónima*, Ed. Aranzadi, 1995, pg. 279.

²⁶ E. POLO SÁNCHEZ, *Los administradores y el consejo de administración...*, op. cit., pgs. 394-399.

ordenamientos²⁷, esta figura se mantuvo en la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989. El que el órgano de administración de las sociedades cotizadas haya de revestir la forma de consejo de administración hace, además, que no pueda ser evitada su aplicación mediante el recurso a la modificación de la forma de administración de la sociedad afectada. Por ello, su carácter es imperativo pese a que las disposiciones procedimentales de su desarrollo reglamentario²⁸ tengan carácter dispositivo.

El ejercicio del derecho requiere de la agrupación voluntaria de acciones²⁹, hasta sumar una cifra de capital social igual o superior a la que resulte de dividir este último por el número de vocales del consejo³⁰, lo que otorgará el derecho a designar a los que, superando fracciones enteras, se deduzcan de la correspondiente proporción. En el caso de que se haga uso de esta facultad, las acciones así agrupadas no intervendrán en la votación de los restantes miembros del consejo³¹.

Para el ejercicio del derecho de representación proporcional será necesario que existan vacantes en el consejo³², que sea notificada la agrupación a la sociedad³³ y que se manifieste en el momento de someterse a votación en la junta general el mantenimiento de la agrupación³⁴.

²⁷ Así lo señalaron J. GARRIGUES y R. URÍA en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1976, tomo II, pg. 45 en relación con su precedente en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 (artículo 71) que contenía la misma previsión.

²⁸ J. JUSTE MENCIA, *Los derechos de la minoría...*, op. cit., pg. 279.

²⁹ E. POLO SÁNCHEZ, *Los administradores y el consejo de administración...*, op. cit., pg. 403.

³⁰ Se ha planteado doctrinalmente la posibilidad de cómputo de las acciones sin voto a los efectos del ejercicio de este derecho, lo que la mejor doctrina ha negado al tratarse de un derecho anudado al ejercicio del derecho de voto (vid. E. POLO SÁNCHEZ, *Los administradores y el consejo de administración...*, op. cit., pg. 403 y J. JUSTE MENCIA, *Los derechos de la minoría...*, op. cit., pgs. 287 y ss.) de conformidad con el artículo 92.2 de la Ley de Sociedades Anónimas y sobre la aplicación, o no, para el cómputo de la proporción de la limitación estatutaria al derecho de voto prevista en el artículo 105.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, lo que, igualmente, ha merecido una respuesta negativa (J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La limitación del número máximo de votos correspondiente a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de control)*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1991, pgs. 271 y ss. (pgs. 297-298).

³¹ E. POLO SÁNCHEZ, *Los administradores y el consejo de administración...*, op. cit., pgs. 407.

³² Dichas vacantes pueden ser de la totalidad o parte del consejo (ex artículo I del Real Decreto 821/1991); para un comentario, vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 507-510.

³³ Considera que es una exigencia que puede ser derogada estatutariamente, F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 511-512, que, además formula una certera crítica a esta previsión del artículo 2 del Real Decreto 812/1991. La sentencia del Tribunal Supremo de 29 de abril de 1995 considera dicha notificación esencial para el ejercicio de la representación proporcional.

³⁴ J. JUSTE MENCIA, *Los derechos de la minoría...*, op. cit., pgs. 298-304.

Ejercido el derecho en la forma señalada, tendrá primacía sobre el principio de designación de consejeros por mayoría³⁵.

En el supuesto de nombramiento de consejeros en ejercicio del derecho de representación proporcional resultará prácticamente imposible para el adquirente de la participación en la sociedad cotizada negar con éxito que ha designado a dichos consejeros, no sólo por la evidencia de su nombramiento por dicha persona sino, principalmente, porque el hecho de haber sido nombrados en ejercicio de dicho derecho les vincula al accionista que los designa³⁶.

(ii) Cuando los nombrados sean o hubiesen sido en los 12 meses anteriores a su designación, consejeros, altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios al titular de la participación o a sociedades pertenecientes a su mismo grupo.

Este supuesto, ya previsto en la normativa derogada, incorpora, sin embargo, una modificación respecto de aquélla (artículo 3.9 del Real Decreto 1197/1991): la referencia temporal. En efecto, la norma derogada se limitaba al supuesto de que desempeñaran cargos o prestaran, simultáneamente, servicios. Sin embargo, la nueva lo extiende a que hubiesen desempeñado sus cargos y/o prestado sus servicios al titular de su participación o a sociedades de su grupo en los últimos 12 meses³⁷.

A diferencia del supuesto de la representación proporcional anteriormente comentado, en este sí será posible la prueba en contrario, aun con la dificultad que siempre entrañan este tipo de pruebas negativas. Por ejemplo, el que un administrador que lo hubiere sido del titular de la participación y haya dejado de serlo y lo sea de un competidor, o haya sido cesado por incumplimiento de sus deberes, podrían constituir hechos que permitieran invertir la presunción legal.

(iii) Cuando el acuerdo de nombramiento no se hubiese podido adoptar sin los votos a favor emitidos por el titular de la participación o por sociedades pertenecientes a su mismo grupo, o por los miembros del órgano de administración designados con anterioridad por dicho titular.

³⁵ F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pg. 510; J. JUSTE MENCIA, *Los derechos de la minoría...*, op. cit., pgs. 308-309. En contra, N. MUÑOZ MARTÍN, *Ejercicio del derecho de representación proporcional y derecho de la sociedad a la destitución de los Administradores. Un caso real: Fomento de Construcciones y Contratas SA - Acciona SA. Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 14 de diciembre de 2004*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 24, 2005, pgs. 315-328 (pg. 327). Vid. igualmente la sentencia 15/05 del juzgado de 1ª instancia de Barcelona.

³⁶ Sentencia 15/05 del juzgado de 1ª instancia de Barcelona.

³⁷ Esta presunción fue incluida en el anexo III del Código unificado de buen gobierno, en su apartado IV, aunque sin la referencia temporal incluida en el artículo 6 del Real Decreto 1066/2007: «a los efectos de esta definición, se presumirá (sin que quepa, de acuerdo con la literalidad del precepto, prueba en contrario) que un consejero represente a un accionista cuando: (...) (b) sea consejero, alto directivo, empleado o prestador no ocasional de servicios a dicho accionista, o a sociedades pertenecientes a su mismo grupo».

Este supuesto sustituye al previsto en el apartado 3.9.d) del Real Decreto 1197/1991. En efecto, dicho precepto establecía la presunción de que la designación correspondería al titular de la participación «cuando el acuerdo de nombramiento se haya adoptado contando con los votos a favor emitidos por el titular de la participación significativa o por sociedades pertenecientes a su mismo grupo, o por los miembros del órgano de administración designados con anterioridad por dicho titular».

Las críticas doctrinales³⁸ que suscitó esta previsión se basaban en que el voto favorable del accionista podía haber resultado irrelevante en la práctica, no pareciendo suficiente para destruir la presunción, habida cuenta el supuesto de hecho de la norma, la prueba de que los votos del accionista en cuestión no hubieran resultado decisivos. La incorrecta formulación del artículo 3.9.d) del Real Decreto 1197/1991 motivó que no se recogiera entre las presunciones incluidas en el Anexo III del Código Unificado de Buen Gobierno en relación con la definición de «consejero dominical».

Más correctos parecen los términos en que el Real Decreto 1066/2007 ha formulado la presunción ya que el supuesto de hecho de que el consejero no se hubiera podido nombrar sin sus votos la hace más justificable.

(iv) Cuando el nombrado sea el propio titular de la participación de que se trate o una sociedad perteneciente a su mismo grupo³⁹.

(v) Cuando en la documentación societaria en la que conste el nombramiento, incluyendo las actas, certificaciones, escrituras públicas u otra documentación elaborada para obtener la inscripción registral o en la información pública de la sociedad cotizada, el titular de la participación asuma que el consejero ha sido designado por dicho titular o que lo representa o es consejero dominical en la sociedad afectada por su relación con aquél.

El fundamento de este supuesto es la presunción de veracidad de la documentación societaria⁴⁰ establecida por nuestra normativa mercantil.

Además, el nuevo Real Decreto 1066/2007 añade, frente al silencio de la norma derogada, que «en ningún caso se atribuirá a una persona la designación de aquellos miembros del órgano de administración que tengan la consideración de consejeros independientes ni de consejeros dominicales de otros accionistas, (...) de acuerdo con las reglas de gobierno corporativo a los que se refiere el artículo 116 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores».

El artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores, relativo al informe anual de gobierno corporativo establece en su apartado 4.f) que las sociedades cotizadas deberán incluir en dicho informe, entre otras menciones,

³⁸ J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas de adquisición...*, op. cit., pg. 639.

³⁹ Con la misma redacción, el artículo 3.9.d) del Real Decreto 1197/1991.

⁴⁰ Esta presunción estaba ya prevista en el Real Decreto 1997/1991 [artículo 3.9.e)] y, aunque en términos más escuetos, en el anexo III, apartado IV del Código unificado de buen gobierno.

el «grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones». Dicho artículo ha sido objeto de desarrollo por la Orden ECO 3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades y por la Circular 1/2004, de 27 de noviembre, de la CNMV, sobre el informe anual de gobierno corporativo.

Sin embargo, la aprobación del Código Unificado de Buen Gobierno y su aplicación al informe anual de gobierno corporativo correspondiente al ejercicio 2007 y siguientes ha motivado que la CNMV haya publicado, para su sometimiento a información pública, una propuesta de Circular donde se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo, para adaptarlo a las recomendaciones de dicho Código.

A los efectos que aquí nos interesan, cabe destacar que el Código Unificado de Buen Gobierno recoge, en su Anexo III, las definiciones de «consejero dominical» y «consejero independiente» a las que, además, otorga un carácter vinculante en los términos siguientes: «las sociedades cotizadas son libres para seguir o no las recomendaciones de buen gobierno, pero al informar sobre si las cumplen o no deberán respetar el significado que este Código atribuye a los conceptos [entre los que se incluyen las citadas definiciones] que emplea para formularlas».

Pues bien, la previsión del Real Decreto 1066/2007 en cuanto a la no consideración como consejeros designados por el adquirente de los consejeros independientes y los dominicales atribuibles a otro accionista, según las reglas de gobierno corporativo que, en términos de principios tiene plena justificación, puede plantear, sin embargo, problemas prácticos. En efecto, en el caso de los consejeros dominicales, las presunciones utilizadas por el Código Unificado de Gobierno Corporativo no son idénticas a las previstas en el Real Decreto 1066/2007. Sin embargo, dada la redacción de esta cláusula de cierre, parece que, en caso de conflicto, deberán prevalecer los criterios del Código Unificado de Buen Gobierno⁴¹.

⁴¹ Para un comentario sobre las definiciones incluidas y su carácter vinculante, vid. R. MATEU DE ROS, *El Código unificado...*, op. cit., pgs. 201-215; y G. ESTEBAN VELASCO, *Reorganización de la composición del consejo: clases de consejeros en particular los consejeros independientes en comentarios a las recomendaciones del Código unificado de buen gobierno*, en la Revista de Derecho de Sociedades, 2007, pgs. 103-158.

Por lo que se refiere a los consejeros independientes, que en ningún caso tendrán la consideración de designados por titulares de participaciones, el Anexo III del Código Unificado de Buen Gobierno se ocupa de su definición, siendo aquéllos que, nombrados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.

El Código Unificado de Buen Gobierno añade que *«no podrán ser clasificados en ningún caso como consejeros independientes quienes:*

a) Hayan sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido 3 ó 5 años, respectivamente, desde el cese en esa relación.

b) Perciban de la sociedad, o de su mismo grupo, cualquier cantidad o beneficio por un concepto distinto de la remuneración de consejero, salvo que no sea significativa.

No se tomarán en cuenta, a efectos de lo dispuesto en este apartado, los dividendos ni los complementos de pensiones que reciba el consejero en razón de su anterior relación profesional o laboral, siempre que tales complementos tengan carácter incondicional y, en consecuencia, la sociedad que los satisfaga no pueda de forma discrecional, sin que medie incumplimiento de obligaciones, suspender, modificar o revocar su devengo.

c) Sean, o hayan sido durante los últimos 3 años, socio del auditor externo o responsable del informe de auditoría, ya se trate de la auditoría durante dicho período de la sociedad cotizada o de cualquier otra sociedad de su grupo.

d) Sean consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad sea consejero externo.

e) Mantengan, o hayan mantenido durante el último año, una relación de negocios importante con la sociedad o con cualquier sociedad de su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de una entidad que mantenga o hubiera mantenido dicha relación.

Se considerarán relaciones de negocios las de proveedor de bienes o servicios, incluidos los financieros, la de asesor o consultor.

f) Sean accionistas significativos, consejeros ejecutivos o altos directivos de una entidad que reciba, o haya recibido durante los últimos 3 años, donaciones significativas de la sociedad o de su grupo.

No se considerarán incluidos en esta letra quienes sean meros patronos de una fundación que reciba donaciones.

g) Sean cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad, o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad.

h) No hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o renovación, por la Comisión de Nombramientos.

i) Se encuentren, respecto a algún accionista significativo o representado en el consejo, en alguno de los supuestos señalados en las letras a), e), f) o g) de esta Recomendación. En el caso de la relación de parentesco señalada en la letra g), la limitación se aplicará no sólo respecto al accionista, sino también respecto a sus consejeros dominicales en la sociedad participada.

Los consejeros dominicales que pierdan tal condición como consecuencia de la venta de su participación por el accionista al que representaban sólo podrán ser reelegidos como consejeros independientes cuando el accionista al que representaran hasta ese momento hubiera vendido la totalidad de sus acciones en la sociedad.

Un consejero que posea una participación accionarial en la sociedad podrá tener la condición de independiente, siempre que satisfaga todas las condiciones establecidas en esta Recomendación y, además, su participación no sea significativa.

5. El procedimiento de toma de control: adquisición directa

5.1. CONSIDERACIONES PREVIAS

El nuevo artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores, en su apartado 1, prevé tres procedimientos por los que se puede adquirir el control de una sociedad cotizada a efectos de la obligación de formular una OPA:

a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto.

b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o

c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.

En relación con el apartado c) anterior, el desarrollo reglamentario realizado por el artículo 3.1 del Real Decreto 1066/2007 especifica que dicho supuesto se refiere a los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas, reguladas en el artículo 7 del referido texto legal y que serán analizadas en el apartado 6 siguiente de este capítulo.

5.2. LA ADQUISICIÓN DE ACCIONES U OTROS VALORES

La toma de control de una sociedad cotizada puede producirse, en primer lugar, mediante la adquisición de acciones u otros valores que con-

fieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto.

Esta adquisición debe ser, en todo caso, a título oneroso, pues las adquisiciones de valores a título gratuito, ya sea por actos *inter vivos* o *mortis causa*, quedan expresamente excluidas de la obligación de formular una OPA de conformidad con lo previsto en el artículo 8.e) del Real Decreto 1066/2007, a diferencia de lo que sucedía en el Real Decreto 1197/1991 que no preveía expresamente este supuesto, aunque la interpretación doctrinal excluía este tipo de operaciones del ámbito objetivo de aplicación del régimen de OPAs⁴². En el nuevo régimen, las adquisiciones gratuitas *mortis causa* siempre quedan excluidas de la obligación de formular OPA, mientras las gratuitas *inter vivos* requerirán, además, que el adquirente no haya adquirido acciones u otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción, con independencia del porcentaje que representen, en los 12 meses y, además, que no medie acuerdo o concierto con el transmitente.

Por otra parte, el Real Decreto 1066/2007 se refiere a la adquisición de acciones y otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto, no incluyendo, como hacía la normativa anterior, otros valores que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones pero que, por tanto, no confieran todavía derechos de voto.

En efecto, el artículo 1.1 del Real Decreto 1197/1991 se refería tanto a las acciones de una sociedad cotizada como a los «*otros valores tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles, "warrants" o cualesquiera instrumentos similares que puedan dar derecho directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de aquéllas*». Por su parte, el apartado 4 del artículo 2 del citado Real Decreto 1197/1991 (en su redacción dada por el Real Decreto 432/2003) establecía que en el caso de posesión o adquisición de valores o instrumentos que diesen derecho a la suscripción o adquisición de acciones, se debía efectuar un complicado

⁴² La doctrina española entendió, unánimemente, que las adquisiciones a título lucrativo no generaban la obligación de formular una OPA. Vid. C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., pg. 39; J. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 1.-Oferta pública de adquisición en caso de toma de control...*, op. cit., pg. 41; y A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pgs. 209-210.

doble cómputo, tanto en el momento de la adquisición, en función del capital teórico correspondiente a los valores, como una vez abierta cada conversión. Los cálculos citados tenían la consecuencia de la obligación de presentación de OPA siempre que se superaran, en cualquiera de dichos momentos, los porcentajes fijados a tal efecto por la norma para la consideración de una participación relevante.

El Real Decreto 1066/2007 sustituye, con acierto, dicho régimen por uno mucho más sencillo que supone que no se computarán a efectos de la determinación del umbral del 30% de los derechos de voto, los valores y otros instrumentos financieros que «*den derecho a la suscripción, conversión, canje o adquisición de acciones que lleven aparejado derechos de voto hasta que no se produzca dicha suscripción, conversión, canje o adquisición*» (segundo párrafo del artículo 5.4). Por tanto, hasta el momento en que estos títulos no se canjeen o conviertan en acciones con derecho a voto no serán tenidos en cuenta a efectos de la obligación de formulación de una OPA y será sólo en el momento en que se efectúe la conversión o canje cuando hayan de computarse.

De esta forma, el porcentaje de la participación de control se determinará con base en el porcentaje de derechos de voto de los que efectivamente sea titular el adquirente o que le sean atribuidos de acuerdo con las reglas que se señalan posteriormente.

De hecho, la adquisición del control como consecuencia del canje, suscripción, conversión o adquisición de las acciones de una sociedad cotizada derivado de la adquisición de este tipo de valores o instrumentos financieros se contempla en el artículo 7.3 del Real Decreto 1066/2007, al que haremos referencia posteriormente.

5.3. ACTUACIÓN CONCERTADA Y PACTOS PARASOCIALES

Conforme al artículo 60.1.b) de la Ley del Mercado de Valores y al 3.1.b) del Real Decreto 1066/2007, el control de una sociedad cotizada se puede alcanzar igualmente «*mediante pactos parasociales con otros titulares de valores*». Con ello se cierra la polémica suscitada en relación con el derogado Real Decreto 1197/1991 consistente en si la suscripción de un pacto parasocial entre accionistas que no hubieran adquirido en ese

momento participación alguna en la sociedad cotizada obligaba, o no, a la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones⁴³.

La normativa citada, sin embargo, no aclara qué debe entenderse por «pacto parasocial». Una definición la encontramos en el apartado 1 del artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores⁴⁴ que establece que «*se entienden por pactos parasociales aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas*». Sin embargo, el referido apartado precisa expresamente que la citada definición lo es «*a los efectos de lo dispuesto en este título*», i.e., el Título X *De las sociedades cotizadas*, por lo que en principio no es aplicable en el marco del artículo 60, que se encuadra en el Capítulo V del Título IV de la Ley del Mercado de Valores.

Por tanto, la aplicación directa de la definición del artículo 112.1 de la Ley del Mercado de Valores al apartado 1.c) del artículo 60 del mismo texto legal es, cuando menos, dudosa y, además, puede conducir a resultados difícilmente aceptables en el marco del nuevo régimen de OPAs. Así, por ejemplo, si dos accionistas de una sociedad cotizada titulares del 14% y del 17%, respectivamente, suscribiesen un acuerdo cuyo contenido exclusivo fuese la concesión de un derecho de adquisición preferente recíproco (i.e., sin ningún tipo de pacto en cuanto a los derechos de voto o la gestión de la compañía), dicho acuerdo tiene claramente la calificación de pacto parasocial a efectos del artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores (dado que condiciona la libre transmisibilidad de las acciones) por lo que, de admitirse la aplicación de dicha definición sin matices al artículo 60.1.b) de la Ley del Mercado de Valores, la consecuencia sería que los

⁴³ La contestación a esta cuestión era, en vigencia de la normativa derogada, negativa (vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit.) ya que el Real Decreto 1197/1991 exigía, en todo caso, la adquisición de una participación. La CNMV se mostró contraria, sin embargo, a esta tesis (vid. J. ZURITA y SAENZ DE NAVARRETE, *Diez años de vigencia...*, op. cit., pg. 3044). La exigencia de presentación de una OPA en el caso de suscripción de un pacto parasocial era la posición que se mantuvo en el Reino Unido y Francia.

⁴⁴ Para un comentario sobre los pactos para-sociales y su regulación por el artículo 112.3 de la Ley del Mercado de Valores, se puede consultar R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, op. cit., pgs. 83-94 y, sobre los pactos parasociales con carácter más general, C. PAZ-ARES, *El enforcement de los pactos parasociales*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, núm. 5, 2003.

dos accionistas citados vendrían obligados a formular una OPA sobre el 100% de la sociedad afectada al precio equitativo. Esta conclusión, en un caso como el descrito, parece sin duda excesiva.

Para poder interpretar correctamente esta previsión normativa debemos atender a la distinción realizada anteriormente entre el concepto de «adquisición del control» y los procedimientos que se pueden utilizar o que conducen a la adquisición de dicho control. La suscripción de un pacto parasocial es un procedimiento para la adquisición del control pero habrá que analizar en cada caso concreto la capacidad efectiva que otorgará dicho pacto, en función de su contenido, para alcanzar el control de una compañía cotizada.

Por ello, el artículo 60.1.b) de la Ley del Mercado de Valores y el 3.1.b) del Real Decreto 1066/2007 deben ponerse en relación con el artículo 5.1.b) que también contiene una referencia a los pactos parasociales al establecer que se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las demás personas que actúan de forma concertada con ella, entendiéndose que existe dicho concierto cuando «*dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada. Se presumirá que existe concierto cuando las personas hubieran alcanzado un pacto de los señalados en el artículo 112 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, destinado a establecer una política común en lo que refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma, así como cualquier otro que, con la misma finalidad, regule el derecho de voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad*».

Por ello, para el artículo 5.1.b) del Real Decreto 1066/2007 no son relevantes todos los pactos parasociales del artículo 112.1 de la Ley del Mercado de Valores sino únicamente los suscritos con el fin de obtener el control de la sociedad cotizada, presumiéndose dicho carácter en los pactos que incluyan una regulación del ejercicio del derecho de voto en el sentido apuntado (establecimiento de una política común en lo que refiere a la gestión de la sociedad, que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma, o que, con la misma finalidad, regule el derecho de

voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada).

En cuanto al carácter de la presunción apuntada, aun asumiendo la posible interpretación contraria derivada de la falta de previsión expresa de la norma, debería entenderse *iuris tantum*, puesto que no tendría sentido que un acuerdo sobre el voto en relación con un aspecto puntual (por ejemplo, el nombramiento de auditores de cuentas) fuera interpretado como actuación concertada cuya consecuencia fuera la obligación de presentación de una OPA sobre el 100% de la sociedad a precio equitativo⁴⁵.

Finalmente, debe destacarse que la Directiva de OPAs incluye en este apartado un supuesto que no ha sido recogido por la normativa española: el supuesto de personas que actúen con la finalidad «*de impedir el éxito de la oferta*»⁴⁶. Pues bien, la no transposición de esta desafortunada expresión, supone que en la medida en que esta actuación no tenga por objetivo ni la gestión de la sociedad afectada ni la concertación duradera en el voto, no se trataría ante una actuación concertada en derecho español. Lógicamente, la contestación sería la contraria si la oposición a una OPA fuera acompañada de un acuerdo de futuro con cualquiera de las finalidades anteriormente apuntadas.

6. El procedimiento de toma de control: adquisición indirecta o sobrevenida

Frente a los supuestos de adquisición directa del control de una sociedad cotizada (por adquisición de derechos de voto o suscripción de un pacto parasocial), el artículo 7 del Real Decreto 1066/2007 se ocupa de

⁴⁵ Esta interpretación es coincidente con la posición de la doctrina anterior al Real Decreto 1066/2007. Así, vid. J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Diez años de vigencia...*, op. cit., pgs. 3045-3047: «*En suma, la concertación relevante a estos efectos sería aquella que obliga a las partes concertadas a adoptar una política común duradera en la gestión de la sociedad de que se trate, mediante un ejercicio coordinado de los derechos de voto de que dispongan las partes concertadas*». En el mismo sentido se pronunció la CNMV en su informe anual de 1993.

⁴⁶ Artículo 2.1.d) de la Directiva de OPAs, según el cual, la definición de «personas que actúan de concierto» es: «*las personas físicas o jurídicas que colaboren con el oferente o con la sociedad afectada en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin, bien de obtener el control de la compañía afectada o bien de impedir el éxito de la oferta*».

las tomas de control consecuencia de «*los demás supuestos de naturaleza análoga*» [empleando la expresión utilizada por el artículo 60.1.c) de la Ley del Mercado de Valores] que se concretan en las tomas de control indirectas o sobrevenidas.

Cinco son los supuestos específicos de toma de control contemplados por el artículo 7 del Real Decreto 1066/2007: 1) fusión o toma de control de otra sociedad, incluso no admitida a negociación en ningún mercado o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta de control en el capital social de una tercera sociedad cotizada; 2) reducción de capital de una sociedad cotizada; 3) canje o conversión de valores por acciones con derecho de voto; 4) variaciones en la autocartera; y 5) ejecución de compromisos de aseguramiento de emisiones. El primer supuesto es un caso de adquisición indirecta, mientras que los cuatro restantes pueden encuadrarse en la categoría de adquisiciones sobrevenidas.

En todos ellos, sin embargo, si se alcanza, directa o indirectamente, una participación de control en los derechos de voto de una sociedad cotizada, deberá formularse una OPA por la totalidad de los valores afectados, a precio equitativo, dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que se haya tenido lugar la toma de control indirecta o sobrevenida⁴⁷.

No obstante lo anterior, es común a los cinco supuestos enunciados la posibilidad de quedar eximido de la obligación de formular la OPA cuando, dentro del plazo señalado (tres meses desde la fecha de la toma de control): (i) se enajene el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el porcentaje de control -30%- o, en el caso de variación de la autocartera, la sociedad modifique su porcentaje de tal forma que no se supere el referido umbral y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos correspondientes al exceso; o, (ii) se obtenga la dispensa de la CNMV porque otro accionista de la sociedad cotizada sea titular de una participación superior.

A este respecto, sin embargo, la redacción literal del primer párrafo de cada uno de los apartados 2, 3 y 4 (supuestos de toma de control

⁴⁷ Las consecuencias previstas en el artículo 3 del Real Decreto 1191/1991 eran distintas. En concreto, en la mayoría de los supuestos de toma de control sobrevenidas se prohibía la adquisición de participaciones adicionales sin presentar OPA. Vid. J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 641-644.

sobrevenida por reducción de capital, canje o conversión de valores o variaciones en la autocartera) del artículo 7 del Real Decreto 1066/2007, establecen que el socio «no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital», lo que podría llevar a pensar que, en estos casos, la OPA sólo es obligatoria si el socio pretende ejercer los derechos de voto correspondientes al exceso de participación. Dicho de otro modo, que el socio podría evitar la formulación de la OPA simplemente renunciando al ejercicio de esos derechos de voto aun manteniendo la participación excedentaria.

No parece, sin embargo, que esta interpretación sea la correcta y ello por cuanto que, por un lado, dichos preceptos establecen igualmente de forma expresa que la oferta deberá presentarse dentro de un plazo de tres meses, por lo tanto con una formulación imperativa, y, por otro lado, porque la redacción de la exención de la obligación de formular una OPA parece limitarse a las dos alternativas descritas anteriormente, no cabiendo una tercera relativa al mantenimiento de la participación sin ejercicio de los derechos políticos. De esta forma, lo más correcto es entender que, sin perjuicio de la obligación de formular una OPA, los derechos de voto excedentarios no pueden ejercitarse mientras no se formule la misma y, además, su no ejercicio es una condición necesaria para poder optar por la aplicación de la exención por enajenación del exceso.

A continuación, una vez detallados los aspectos generales comunes a los cinco casos previstos por la norma, vamos a analizar brevemente cada uno de los supuestos de hecho.

6.1. TOMAS DE CONTROL INDIRECTAS

El supuesto de hecho en este caso (artículo 7.1 del Real Decreto 1066/2007) es alcanzar en una sociedad cotizada, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 del mismo texto legal (i.e., 30%), como consecuencia de la fusión o toma de control de otra sociedad o entidad, incluso no admitida a negociación en ningún mercado o no domiciliada en España.

Por comparación con el régimen derogado, la eliminación en el vigente de la oferta obligatoria parcial ha simplificado notablemente el régimen jurídico de estas operaciones⁴⁸. Además, el texto reglamentario actual no distingue, como hacía el anterior, entre fusiones o tomas de control de una sociedad o entidad de mera tenencia de valores o en la que los valores de la sociedad afectada constituyesen una parte esencial de su activo, de las fusiones o tomas de control de sociedades distintas de las anteriores.

En cuanto al análisis del supuesto de hecho vigente, lo primero a destacar es la reiteración del empleo del término «indirecto». Nótese que el artículo 4.1.a) del Real Decreto 1066/2007 se refiere también al supuesto de alcanzar *indirectamente* un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento, por lo que los supuestos de hecho de ambas normas pueden solaparse: piénsese, por ejemplo, en el supuesto de la adquisición del 51% del capital social de una sociedad no cotizada que, a su vez, tiene el 33% de los derechos de voto de una cotizada. Se trata claramente de una adquisición indirecta en el sentido del artículo 4.1.b) pero, también, del artículo 7.1. Y la aplicación de uno u otro precepto tiene consecuencias prácticas importantes pues, en el primer caso, el plazo para presentar la OPA es de un mes desde la adquisición, mientras que en el segundo es de tres meses.

Igualmente controvertida va a ser la determinación de qué se entiende por «control» sobre la sociedad o entidad que, a su vez, tenga, directa o indirectamente, la participación relevante en la sociedad cotizada. ¿Debe en estos casos interpretarse control en el sentido del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores (que se remite al artículo 42 del Código de Comercio⁴⁹ para la determinación de la unidad de decisión de un grupo de sociedades) o, por el contrario, en el sentido del artículo 60.2 del mismo texto legal?

⁴⁸ J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas...*, op.cit., pgs. 640-643.

⁴⁹ La reforma de la Ley del Mercado de Valores llevada a cabo por la Ley 47/2007 ha venido a zanjar, definitivamente, las dudas suscitadas por la distinta redacción de los artículos 4 de dicho texto legal y 42 del Código del Comercio en lo que a la definición de grupo se refiere. En efecto, el nuevo artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores establece que «a los efectos de esta ley, se estará a la definición de grupo de sociedades establecida en el artículo 42 del Código de Comercio».

Si se opta por la primera posibilidad, el supuesto de hecho del artículo 7.1 del Real Decreto se circunscribiría, básicamente, a los casos de adquisición de la mayoría de los derechos de voto en la sociedad que participa en la cotizada (o de designación de la mayoría de los consejeros) mientras que, en el segundo caso, bastaría con la adquisición del 30% de dichos derechos de voto.

El concepto de control sobre una sociedad cotizada en el marco del régimen de las OPAs está expresamente definido por el artículo 60.2 de la Ley del Mercado de Valores y 4 del Real Decreto 1066/2007 en los términos antes expuestos (adquisición del 30% o más de los derechos de voto o de una participación inferior, si se designa a más de la mitad de los consejeros en el plazo de los 24 meses siguientes), definición que se realiza, según esta última norma, «a los efectos del presente real decreto».

En mi opinión, sin embargo, dicha referencia no puede suponer la aplicación del umbral del 30% a todos los supuestos. En efecto, parece claro que de acuerdo con la literalidad de la norma, el porcentaje de control sobre una sociedad «intermedia» cotizada (i.e., la que tiene participación directa o indirecta en el capital social de la tercera sociedad cotizada) es del 30% de los derechos de voto. Sin embargo, la cuestión es si dicho porcentaje de control debe entenderse igualmente aplicable en el caso de una sociedad «intermedia» no cotizada o, por el contrario, si es aplicable el concepto de control del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, básicamente, mayoría de derechos de voto.

Pues bien, entiendo que (i) la distinta tipología de las sociedades cotizadas y no cotizadas (ii) el hecho de que la definición del umbral de control se haya fijado por la normativa sobre OPAs en un porcentaje inferior al que *de facto* debería normalmente permitir el control de una sociedad y (iii) el que se prevean excepciones a la aplicación de dicha regla, como la existencia de accionistas que tengan una participación superior hace que, cuando la toma de control se refiera a una sociedad «intermedia» no cotizada, ésta deba interpretarse en los términos del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores y, por tanto, que se corresponda con la mayoría de los derechos de voto.

Finalmente, debe señalarse que la norma del artículo 7.1 del Real Decreto 1066/2007 resulta aplicable cuando, mediante la fusión con o la toma

de control de la sociedad «intermedia», se alcance, directa o indirectamente, en la sociedad cotizada «el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4» del Real Decreto 1066/2007. El artículo 7.1 no se refiere a alcanzar el control de la sociedad cotizada sino únicamente el porcentaje de derechos de voto del referido artículo 4 que es del 30%, pero dejando fuera el supuesto de adquisición de control por designación de consejeros.

De esta forma, el que adquiriese el control de una sociedad «intermedia» (por ejemplo, siendo una cotizada, adquiriendo el 25% y nombrando a la mayoría de sus consejeros) que, a su vez, tuviese una participación del 25% en una cotizada y, a continuación, promoviese el nombramiento de la mayoría de los consejeros de esta última, no estaría afectado por el artículo 7.1 del Real Decreto 1066/2007, pues no habría alcanzado en la sociedad cotizada el 30% de los derechos de voto.

Sin embargo, este caso podría estar cubierto directamente por el artículo 4.1.b) del Real Decreto 1066/2007 (lo que, nuevamente, cuestiona la utilidad del artículo 7.1 comentado) cuando establece como presupuesto de la toma de control el alcanzar, «directa o indirectamente», un porcentaje de derechos de voto inferior al 30% y designar a más de la mitad de los consejeros, que es precisamente lo que sucede en el ejemplo planteado.

6.2. REDUCCIÓN DE CAPITAL⁵⁰

El supuesto contemplado en el apartado 2 del artículo 7 del Real Decreto 1066/2007 es aquel en el que como consecuencia de una reducción de capital en una sociedad cotizada, algún accionista llegara al umbral del 30% de los derechos de voto.

Obviamente, esto sólo podrá producirse en el supuesto de una operación de reducción de capital que no afecte proporcionalmente a todos los accionistas de la sociedad cotizada, pues en caso contrario no se alterarían sus porcentajes de derechos de voto.

⁵⁰ Para un comentario de esta norma y su justificación, vid. J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 3.- Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 62-63.

Por lo que se refiere al cómputo de los tres meses de plazo para la formulación de la oferta, debería tomarse como punto de inicio del cómputo la fecha de inscripción de la reducción de capital en el Registro Mercantil⁵¹.

6.3. CANJE O CONVERSIÓN DE VALORES⁵²

La OPA obligatoria surge, en este caso, como consecuencia del canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones de una sociedad cotizada derivado de la adquisición de valores o instrumentos que incorporen dichos derechos, cuando se alcance alguno de los porcentajes de derecho de voto señalados en el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007.

Se trata de un supuesto ya contemplado en el antiguo régimen de OPAs (artículo 4.3 del Real Decreto 1197/1991), aunque con una solución legal distinta.

Además, a diferencia de la normativa derogada, no se contempla expresamente el supuesto de que como consecuencia de la no conversión de los valores e instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones de una emisión por todos los accionistas, un accionista alcance los porcentajes de participación que obligaban, de acuerdo con dicha normativa, a la presentación de una oferta. Sin embargo, este supuesto debe entenderse, en mi opinión, implícitamente incluido en la cláusula general de la norma vigente, más amplia que la de la derogada.

El supuesto de la ampliación de capital con suscripción incompleta (artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas)⁵³ debería tener, en mi opinión, las mismas consecuencias.

⁵¹ El artículo 7.2. del Real Decreto 1066/2007 establece que «la oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la reducción del capital (...).» A estos efectos, la mejor doctrina ha señalado que dicha fecha es la de otorgamiento de la escritura pública que documente la operación de reducción de capital.

⁵² En este sentido, C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 62-63; y F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 635-636.

⁵³ Se trata del supuesto previsto en el artículo 161 Ley de Sociedades Anónimas: «1. Cuando el aumento de capital no se suscriba íntegramente dentro del plazo fijado para la suscripción, el capital se aumentará en la cuantía de las suscripciones efectuadas sólo si las condiciones de la emisión hubieran previsto expresamente esta posibilidad. 2. Si el acuerdo de aumento del capital social que-

6.4. VARIACIONES EN LA AUTOCARTERA

Si como consecuencia de las variaciones en la autocartera, algún accionista llegara a alcanzar el 30% por ciento de los derechos de voto, vendrá obligado a formular una OPA, salvo que sea dispensado por la CNMV. Con esta previsión, el Real Decreto 1066/2007 da contestación a una cuestión que fue objeto de polémica en relación con la normativa derogada y respecto de la que la CNMV modificó su opinión. En efecto, la CNMV mantuvo inicialmente una posición favorable a no considerar la autocartera a efectos de determinar el porcentaje de participación⁵⁴. Sin embargo, más tarde modificó en sentido contrario o, lo que es lo mismo, defendiendo la exclusión de estas acciones⁵⁵. del cómputo total de los derechos de voto

dara sin efecto por suscripción incompleta de las acciones, los administradores de la sociedad lo publicarán en el "Boletín Oficial del Registro Mercantil" y, dentro del mes siguiente aquél en que se hubiera finalizado el plazo de suscripción, restituirán a los suscriptores o consignarán a su nombre en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos las aportaciones realizadas». Para un comentario sobre su régimen jurídico, vid. M. J. CASTELLANO RAMÍREZ, *Comentario a los art. 161 y 162 de la Ley de Sociedades Anónimas*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», Ed. Civitas, 2006, tomo VII, pgs. 405-500 (pgs. 405-447); A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, *El aumento de capital de la sociedad cotizada*, Ed. Civitas, 2006, pgs. 73-81.

⁵⁴ La CNMV sostuvo en el supuesto de la OPA de la familia Olazábal, a través de EVISA, sobre el capital de EL ENCINAR DE LOS REYES, que: «no sólo o quizás mejor no tanto, por el silencio que al respecto mantiene el derecho positivo aplicable, cuanto por la dificultad intrínseca de mantener un criterio unívoco sobre un asunto en el que las circunstancias de cada caso particular son tan variables de una sociedad a otra que, con todos los riesgos de mantener una solución ocasionalmente imperfecta, parecía preferible mantener separado el régimen de OPA de la situación de autocartera. Es éste el único modo de asegurar una regla cierta y aplicable por igual a todos los casos, que siempre será mejor que dar a cada uno de ellos una solución sólo dudosamente más justa y que desde luego habría que confiar necesariamente a la decisión caso por caso de la autoridad de supervisión» («Informe Anual de la CNMV de 1992», pgs. 238-239).

⁵⁵ La memoria anual de la CNMV de 2003 (pgs. 67 y 68) abordó este asunto: «uno de los supuestos anteriores es el de los accionistas que integran la autocartera. Esta circunstancia no puede ignorarse a la hora de fijar el umbral de la participación significativa que obligaría a formular OPA. Además, habrá que distinguir las participaciones significativas sobrevenidas por operaciones de autocartera externas (ajenas al control del sujeto) de aquellas otras situaciones donde la evolución de la autocartera y de la participación en cuestión se produce intencionalmente, permitiendo tomar o aumentar el porcentaje que la participación representaría en el capital con derecho de voto de la sociedad».

sobre los que determinar el porcentaje. La doctrina, durante todo este proceso no se mostró de acuerdo en este punto⁵⁶.

En mi opinión, no cabe duda que la solución del Real Decreto 1066/2007 es la más correcta desde un punto de vista sustantivo. Sin embargo, parece igualmente obvio que, en la práctica, dará lugar a no pocos problemas de aplicación, toda vez que la obligación de formular una OPA dependerá de las actuaciones no sólo del propio oferente (enajenando el exceso de su participación sobre el 30 por ciento de los derechos de voto de la sociedad objetivo) sino también de la política (amortización, mantenimiento o reventa) que pueda tener la propia sociedad en relación con la autocartera. En mi opinión, hubiera sido preferible una aproximación práctica no considerando la autocartera a efectos del cómputo y aprovechar para zanjar una disputa doctrinal que en la ausencia de una previsión normativa expresa.

Además, no parece que haya una diferencia conceptual entre las acciones en autocartera y los restantes supuestos de suspensión del ejercicio de derechos de voto, como la privación que se produce en caso de infracción de la normativa sobre OPA obligatoria (artículo 60.3 Ley de Mercado de Valores) o, simplemente, en el período comprendido entre la adquisición de control indirecto o sobrevenido y la presentación de la OPA (artículo 7 Real Decreto 1066/2007). En estos supuestos, a diferencia de la autocartera, la falta de previsión expresa hace que no deban ser excluidos a efectos de la determinación del porcentaje de control (30% sobre el total de los derechos de voto de la sociedad).

⁵⁶ En favor de la no exclusión de las acciones en autocartera a los efectos del cómputo de la participación de control, se mostraron J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *De nuevo sobre OPAs competidoras, OPAs futuras y promesas de OPA*, La Ley, 1994, pgs. 944 y ss. (pg. 950): «(...) salta a la vista que los porcentajes convencionalmente establecidos por el legislador en materia de OPAs no pueden ser constantemente modificados en uno u otro sentido en función de circunstancias absolutamente variables y aleatorias (...);» y A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pgs. 270-271 que cita precedentes de derecho comparado y, en concreto, la posición de la COB francesa. En contra, C. LASARTE ALVAREZ, *OPAs presentes, OPAs competidoras, OPAs futuras y movimientos de capital*, La Ley, 23 de julio de 1993, pg. 155.

El cómputo del plazo de tres meses para formular la oferta comenzará en la fecha de comunicación por la sociedad de las variaciones⁵⁷ de la autocartera.

6.5. ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN CASO DE EJECUCIÓN DE UN CONTRATO DE ASEGURAMIENTO

Conforme al artículo 7.5 del Real Decreto 1066/2007, las entidades financieras que, en cumplimiento de un contrato de aseguramiento de una emisión de valores, adquieran una participación de control en el capital de una sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación deberán formular una OPA y no podrán ejercer, entre tanto, los derechos políticos derivados de los valores así adquiridos⁵⁸.

El contrato o pacto de aseguramiento para la suscripción o compra de acciones en supuestos de OPV o/y OPS se define como aquel por el que la entidad financiera que realiza la labor de aseguramiento se obliga a «adquirir subsidiariamente, allí donde no lo haga el público, los valores, emitidos y no colocados⁵⁹».

Se califica como una adquisición sobrevenida porque la toma de control no es la causa del contrato de aseguramiento sino una consecuencia del cumplimiento de sus obligaciones contractuales ante la falta de suscripción pública. Pues bien, el supuesto de hecho es que, como consecuencia de la

⁵⁷ El artículo 40 del Real Decreto 1362/2007 establece que «1. El emisor de acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, para el que España sea Estado de origen, comunicará a la CNMV la proporción de derechos de voto (...), en un solo acto o por actos sucesivos, bien por sí mismo, a través de una entidad controlada o por persona interpuesta, y dicha adquisición alcance o supere el 1% de los derechos de voto. El emisor dispondrá de un plazo máximo de cuatro días de negociación desde dicha adquisición para efectuar la comunicación».

⁵⁸ Esta previsión estaba incluida en términos similares en el artículo 3.3 del Real Decreto 1197/1991. Para un comentario sobre esta causa de exclusión en la normativa derogada, que continúa siendo válida, vid. C. CARDENAS, *Régimen jurídico...*, op. cit., pg. 65 y J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 3.- Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pg. 83.

⁵⁹ J. W. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *La contratación en el Mercado de Valores*, Ed. Marcial Pons, 2001, pg. 167.

ejecución de dicho contrato una entidad alcanzará un porcentaje superior al 30% de los derechos de voto de la sociedad cotizada.

7. Cómputo de los derechos de voto

Cuestión fundamental para la determinación de la procedencia de una OPA obligatoria es el cómputo de los derechos de voto. Para ello, es necesario analizar tres cuestiones distintas: (i) los votos que pertenecen o se atribuyen a una misma persona, (ii) los derechos de voto computables a efectos de determinar el porcentaje (el numerador de la fracción), y (iii) el número total de derechos de votos de la sociedad cotizada sobre el que se determina el porcentaje (el denominador de la fracción).

7.1. PORCENTAJE DE VOTOS ATRIBUIDO A UNA MISMA PERSONA

El artículo 5.1 del Real Decreto 1066/2007 establece que se atribuirán a una misma persona o entidad:

(i) Los derechos de voto que pertenezcan a su mismo grupo, tal y como se define en el artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores, así como los de los miembros de sus órganos de administración, salvo prueba en contrario.

a) La referencia a las sociedades del mismo grupo ya estaba incluida en la normativa derogada (artículo 2.1 del Real Decreto 1197/1991)⁶⁰. En realidad, las modificaciones que han venido afectando al perímetro definido por la norma reglamentaria no han sido fruto de la modificación de la normativa sobre OPAs sino de la de las normas sobre grupos de sociedades a las que aquélla hace referencia. En efecto, el Real Decreto 1197/1991 hacía referencia al concepto de grupo del artículo 4 de la Ley de Mercado de

⁶⁰ El artículo 2.1 del Real Decreto 1197/1991 quedó redactado de la siguiente forma tras la reforma llevada a cabo por el Real Decreto 432/2003: «*Se considerarán poseídas o adquiridas por una misma persona física o jurídica las acciones u otros valores poseídos o adquiridos por las entidades pertenecientes a su mismo grupo, tal y como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por los miembros de sus órganos de administración y por las demás personas que actúen en propio nombre, pero por su cuenta o de forma concertada con aquélla*». La principal modificación introducida por la reforma de 2003 fue la eliminación de la posibilidad de probar que los administradores de una sociedad no operaban por cuenta de la misma y, por tanto, que no procedía imputarle las acciones de éstos a efectos del cómputo del porcentaje de control (vid. L. SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, *Modificaciones introducidas en el régimen...*, op. cit., pgs. 234-235).

Valores⁶¹ y éste, a su vez, se refiere al artículo 42.1 del Código de Comercio. Las modificaciones operadas en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores han alineado ambas regulaciones y acabado con la polémica doctrinal sobre sus divergencias⁶².

b) La referencia a los miembros de «sus» órganos de administración debe entenderse realizada a los administradores de todas las sociedades del grupo, lo que puede resultar excesivo en muchos casos, como por ejemplo en relación con los consejeros independientes o dominicales de otros accionistas en sociedades dependientes.

c) La inclusión de la posibilidad de «prueba en contrario» es deficiente desde un punto de vista sistemático⁶³, pues dicha previsión parece afectar,

⁶¹ El artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores establecía: «*A los efectos de esta ley, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las entidades que constituyen una unidad de decisión, porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente el control de los demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en conjunto*».

Se presumirá que existe en todo caso unidad de decisión cuando concurra alguno de los supuestos contemplados en el número 1 del artículo 42 del Código de Comercio, o cuando al menos la mitad más uno de los Consejeros de la denominada sean Consejeros o altos directivos de la dominante, o de otra dominada por ésta.

A efectos de lo previsto en los párrafos anteriores, a los derechos de la dominante se añadirán las que pasara a través de otras entidades dominadas o a través de personas que actúen por cuenta de la entidad dominante o de otras dominadas, o aquéllas de las que disponga concertadamente con cualquier otra persona».

El artículo 42 del Código de Comercio ha sido modificado por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, convergiendo en su regulación con la Ley del Mercado de Valores en torno al concepto de unidad de decisión y ampliando los supuestos en los que existe grupo a aquéllos en la que no exista participación accionarial entre dominante y dependiente e incluye en los que una persona física es la dominante de un grupo de sociedades.

⁶² La nueva redacción del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, dada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, aprobada para transponer al ordenamiento jurídico español la Directiva MiFID, establece simplemente que «*a los efectos de esta Ley, se estará a la definición de grupo de sociedades establecida en el artículo 42 del Código de Comercio*», de tal forma que se ha acabado con cualquier discrepancia entre ambos preceptos.

⁶³ Frente a la redacción original del Real Decreto 1197/1991, que en su artículo 2.1 establecía que «*se presumirá, salvo prueba en contrario, que actúan por cuenta o de forma concertada con la misma los miembros de su órgano de administración*». Pese a no ser el precedente normativo cronológicamente inmediato, sí lo es ideológico, el artículo 5.1 del Real Decreto 1066/2007 establece que «*1. Se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las siguientes personas o entidades: a) Las que pertenezcan al mismo grupo, tal como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como los de los miembros de sus órganos de administración, salvo prueba en contrario*». La literal del precepto establece, por tanto, la presunción de atribución, a efectos de cálculo, de las acciones poseídas por los administradores a la sociedad en la que ejercen su cargo, salvo prueba en contrario.

en su literalidad, tanto a las entidades del grupo como a sus administradores. Sin embargo, en mi opinión, la posibilidad de aportar prueba en contrario no parece admisible en el caso de los derechos de voto pertenecientes a otras sociedades del grupo. En efecto, tanto los precedentes normativos⁶⁴ como la misma definición de grupo en torno al concepto de unidad de decisión no parecen permitir, al menos no sin gran dificultad, prueba en contrario: ¿cómo es posible no atribuir a una misma persona las participaciones accionariales titularidad de dos o más sociedades que forman una unidad de decisión?

En cuanto a los administradores, aunque, sin duda, será una prueba difícil, parece positivo dejar esa posibilidad ya que serán frecuentes los casos en que parece posible e incluso probable que no haya actuación conjunta⁶⁵.

(ii) Los derechos de voto que tengan personas que actúen en su nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella. El concepto de «actuación concertada» ha sido objeto de análisis detallado en el apartado 5.3 anterior.

Como ya se ha indicado, el Real Decreto 1066/2007 define concierto como «la colaboración entre dos o más personas en virtud de un acuerdo ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada». Esta definición es, además, muy similar, aunque no igual, a la de la Directiva de OPAs⁶⁶.

⁶⁴ La evolución normativa de esta presunción resulta curiosa. El Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, establecía el cómputo automático de las participaciones de los administradores. El Real Decreto 1197/1991 incluyó, por el contrario, la posibilidad de la prueba en contrario de la presunción, en los términos señalados anteriormente. El carácter *ius tantum* de dicha presunción fue nuevamente abandonado en la reforma de operada por el Real Decreto 432/2003. En ninguna de dichas normas se introdujo la posibilidad de prueba en contrario en relación con las sociedades del grupo. La aplicación de la presunción al supuesto de los administradores, en el texto anterior a la reforma de 2003, se comenta en J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 2.- Cómputo de la participación significativa*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pg. 71 y A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pg. 292.

⁶⁵ Se puede pensar en supuestos extremos y muy claros como aquéllos en que el administrador es ajeno a la decisión de compra porque dicha decisión hubiera sido tomada, por ejemplo, por un gestor en el marco de un contrato de gestión discrecional de carteras o en el que la adquisición es anterior a su nombramiento como administrador. Aunque estos factores son relevantes, lo será más el destino de dichas acciones en el futuro. A estos efectos será necesariamente distinta la posición de un administrador independiente, respecto del que parece difícil apreciar actuación en concierto o «por cuenta» de la sociedad, de la de un administrador dominical o ejecutivo, en los que la ruptura de la presunción tiene que resultar, necesariamente, más difícil.

⁶⁶ La Directiva de OPAs define [artículo 2.1.d)] como «personas que actúen en concierto» a «las personas físicas o jurídicas que colaboren con el oferente o con la sociedad afectada en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada o bien de impedir el éxito de la oferta». El artículo 5 de dicha Directiva utiliza la referida definición para delimitar el alcance de la obligación de presentación de una OPA

En derecho español, el antecedente de esta norma lo encontramos en la definición de «adquisición» utilizada por el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas que, en su artículo 2.2.2⁶⁷ establecía que resultaba asimilable a una adquisición de acciones «la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligados a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad. La reforma o modificación de dichos acuerdos deberá ser también objeto de comunicación⁶⁸».

A este respecto, la antigua normativa sobre OPAs se limitaba a asimilar a las participaciones poseídas o adquiridas por una persona, las de «las demás personas que actúan en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con aquélla» (artículo 2.1 Real Decreto 1197/1991)⁶⁹, sin ofrecer una definición del concepto de actuación concertada, por lo que ante esta laguna se acudía a lo dispuesto en el artículo 2.2.2º del Real Decreto 377/1991 anteriormente citado, aunque no resultase de directa aplicación.

En derecho comparado, la normativa sobre actuación en concierto presenta aspectos más claros y detallados⁷⁰. Dicha normativa fue, sin duda, un

obligatoria en los términos siguientes: «1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen en concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad (...) que, sumadas, en su caso, a las que ya poseyera y a las de las personas que actúen en concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma (...).».

⁶⁷ En su redacción dada por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre. Para un comentario sobre la misma y su trascendencia, vid. J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Diez años de vigencia...*, op. cit., pgs. 3041-3042.

⁶⁸ El artículo 24 del Real Decreto 1362/2007 establece, en su apartado 1.a), lo siguiente: «la celebración de un acuerdo con un tercero que les obligue a adoptar, mediante el ejercicio concertado de los derechos de voto de que disponga, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma».

⁶⁹ Texto normativo comentado por J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 2.- Cómputo de la participación significativa*, op. cit., pgs. 68-70 y A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pgs. 292 y ss.

⁷⁰ El *Takeover Code* inglés, en su *Rule 9.1*, regula el concepto de «acting in concert» mediante una definición general acompañada de una lista de presunciones *ius tantum*. Esta definición, exclusivamente aplicable a la disciplina de OPAs y no extensible a la restante normativa societaria, limita, sin embargo, su aplicación al supuesto de que se produzca la adquisición de acciones y no, como hace la normativa española vigente, a la mera suscripción de un pacto parasocial. Para un comentario detallado al respecto en el *Takeover Code* inglés, vid. B. HARRINGTON, *Company Law*, Oxford, 2003, pgs. 872 y ss.

En Alemania, con anterioridad a la transposición de la Directiva de OPAs, la actuación en concierto se recogía en los artículos 2(5) y 30(2) de la Ley alemana sobre OPAs («Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz»). Para un comentario, vid. T. STROHLMEIER, *German Public Takeover Law*, Kluwer Law International, 2002, pgs. 79 y ss. Su alcance fue, además, aclarado por la decisión de 23 de enero

aspecto relevante para la Resolución de la CNMV de 2 de agosto de 2000 contra las sociedades TXU y ELECTRABEL con motivo de la OPA sobre HIDROELÉCTRICA DEL CANTÁBRICO y el mismo año en relación con el caso FADESA -ALTADIS- ZABÁLBURU⁷¹.

Por otra parte, la posición de la doctrina española al respecto fue muy clara, exigiendo que el acuerdo o pacto de concertación tuviera por finalidad la gestión duradera de la sociedad⁷².

Pues bien, la nueva norma sigue los precedentes, la doctrina y el derecho comparado anteriormente citados.

(iii) Los derechos de voto que esa persona pueda ejercer de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por los propietarios o titulares de las acciones, en ausencia de instrucciones específicas sobre los mismos.

Se trata de un supuesto novedoso del nuevo régimen de OPAs que, sin embargo, no refleja una técnica depurada ni acorde con la normativa societaria que resulta de aplicación. En efecto, el precepto reglamentario [artículo 5.1.c) del Real Decreto 1066/2007] se refiere al apoderamiento para votar en la junta general de accionistas de la sociedad (los únicos derechos de voto que pueden ejercitar los «propietarios o titulares de acciones»). Pues bien, la representación para votar en la junta general de accionistas se regula en el artículo 106 de la Ley de Sociedades Anónimas que establece que:

«1. Todo accionista que tenga derecho de asistencia podrá hacerse representar en la junta general por medio de otra persona, aunque ésta no sea accionista. Los estatutos podrán limitar esta facultad.

2. La representación deberá conferirse por escrito o por medios de comunicación a distancia que cumplan con los requisitos previstos en el artículo anterior para el ejercicio de derecho de voto a distancia, y con carácter especial para cada junta.

3. La representación es siempre revocable. La asistencia personal a la junta del representado tendrá valor de revocación».

de 2004 del BAFIN, comentada por A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, enero-marzo, 2004, pgs. 334-336 en la que señala lo siguiente: «La decisión del BAFIN en el asunto "Beiersdoat" viene a converger con la apreciación de la extraordinaria importancia que reviste, a la hora de valorar la existencia o no de una "actuación concertada", el propósito de las partes respecto de la sociedad afectada, y que no todo acuerdo o concierto es, por ello, una "actuación concertada"».

En Francia, la acción concertada se define en el artículo 356.1.3 de la Ley de Sociedades de 24 de julio de 1966, y se refiere a la puesta en práctica de una política común respecto a la sociedad. Para un comentario, vid. D. BORDE y A. PONCELET, *La notion d'action de concert en droit français après trois ans d'application de La loi boursière d'août 1989*, Riv. Soc., 1992, pg. 556.

⁷¹ Comentario por J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Diez años de vigencia...*, op. cit., pgs. 3046-3048.

⁷² Por todos, J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales...*, op. cit., pg. 91.

Dicho precepto configura un supuesto de representación voluntaria y no orgánica o legal⁷³, que puede ser limitada por los estatutos sociales pero no anulada o excluida⁷⁴, que puede otorgarse a favor de cualquier persona, sea o no accionista⁷⁵, que ha de revestir forma escrita o por medios de comunicación a distancia⁷⁶ y que, sobre todo, ha de efectuarse con carácter específico para cada junta⁷⁷.

Por tanto, no resulta posible, como parece pretender el precepto reglamentario, el apoderamiento «para que pueda ejercer de manera libre y duradera» los derechos de voto a tal efecto, ya que la validez del poder exige, como anteriormente se ha comentado, que éste se conceda de forma específica para cada junta general. Ningún obstáculo hay, sin embargo, para que el apoderamiento específico se conceda en blanco o en los términos utilizados por el Real Decreto 1066/2007 «en ausencia de instrucciones específicas»⁷⁸.

⁷³ En el mismo sentido F. SÁNCHEZ CALERO, *La junta general en las sociedades...*, op. cit., pgs. 217-218 y A. RONCERO, *Representación del accionista en la junta general de la sociedad anónima*, Ed. McGraw-Hill, 1996, pgs. 129-130.

⁷⁴ En este sentido F. SÁNCHEZ CALERO, *La junta general en las sociedades...*, op. cit., pg. 217; F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, *La representación de los accionistas en la junta general de la sociedad anónima*, Ed. Civitas, Madrid, 1990, pg. 56 y A. RONCERO, *Representación del accionista...*, op. cit., pg. 117.

⁷⁵ Una de las limitaciones que más frecuentemente se introducen en los estatutos sociales, especialmente en las sociedades denominadas cerradas, es la de que la representación únicamente se puede conceder a favor de otros accionistas e, incluso, que el accionista representado debe tener derecho de asistencia a la junta (sentencia del Tribunal Supremo de 30 de abril de 1999 [RJ 1999, 3425]). Para una descripción de las limitaciones más frecuentes, vid. A. RONCERO, *Representación del accionista...*, op. cit., pgs. 139-162 y F. SÁNCHEZ CALERO, *La junta general en las sociedades...*, op. cit., pgs. 220-224.

⁷⁶ En cuanto a la forma del poder de representación, vid., con la normativa anterior a la Ley de Transparencia (que únicamente se refería a la forma escrita), A. RONCERO, *Representación del accionista...*, op. cit., pgs. 186-225. Para un comentario sobre la posible utilización de medios de comunicación a distancia, vid. R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia...*, op. cit., pgs. 126-132 y F. SÁNCHEZ CALERO, *La junta general en las sociedades...*, op. cit., pgs. 224-226. La exigencia de forma escrita se configura, salvo pacto estatutario expreso como una exigencia *ad probationem* (sentencia del Tribunal Supremo de 22 de mayo de 2002 [RJ 2002, 4458]) y, por tanto, no *ad solemnitatem*.

⁷⁷ En la formulación de la forma del apoderamiento, el artículo 106.2 de la Ley de Sociedades Anónimas ha seguido al artículo 60 de la Ley de 1951 y mantiene su especialidad con relación a cada junta. La presunción de la Ley es que existe un apoderamiento singular y concreto para cada junta, tratando de evitar los apoderamientos generales y continuados para el ejercicio del derecho de asistencia y voto de los accionistas. Vid. F. SÁNCHEZ CALERO, *La junta general en las sociedades...*, op. cit., pgs. 226-227.

⁷⁸ En este sentido, A. RONCERO, *Representación del accionista...*, op. cit., pgs. 225-226.

Dado que la literalidad del precepto parece conducir a un supuesto que hace que el poder, de acuerdo con la normativa societaria, adolezca del vicio de invalidez, será necesaria otra interpretación. En este sentido, aunque pudiera resultar redundante con la referencia al artículo 112 de la Ley de Mercado de Valores efectuada por el artículo 5.1.b) del Real Decreto 1066/2007, la referencia al «poder» podría entenderse como pacto en el que se cede el derecho de voto en la junta general de accionistas, aunque el ejercicio deba ser articulado mediante apoderamientos específicos junta a junta, o se asuma el compromiso de ejercitar el derecho de voto en la forma indicada por la otra persona.

(iv) Los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta.

La referencia a la «persona interpuesta» estaba ya incluida en la normativa derogada, aunque para ello se utilizara la expresión «*las demás personas que actúan en nombre propio pero por cuenta (...) [de aquélla]*» (artículo 2.1 del Real Decreto 1197/1991), aunque no se definía en el citado Real Decreto 1197/1991. Sin embargo, la expresión «persona interpuesta» no era extraña a la normativa sobre el mercado de valores⁷⁹ y fue objeto de diversos comentarios doctrinales⁸⁰.

El Real Decreto 1066/2007 da un paso más e incluye en el propio régimen de OPAs una definición de persona interpuesta («*aquel tercero a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones*»), por otra parte coincidente con la del derogado artículo 3.3 del Real Decreto 377/1991 sobre comunicación de participaciones significativas y con la del actual artículo 24.2.b) del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, que sustituye al anterior.

Además de esta definición, el Real Decreto 1066/2007 incluye en este apartado, como novedad, «*los derechos de voto correspondientes a acciones que constituyen el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas cuando tales contratos o permutas cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta*».

La inclusión de este supuesto parece ser la respuesta a una práctica frecuente en los últimos años en España⁸¹ que, sin embargo, no resultaba fácilmente encuadrable en el supuesto general de «persona interpuesta». En efecto, en el caso general es la persona obligada a presentar la oferta la que debe cubrir, total o parcialmente, los riesgos económicos de las acciones que son propiedad de una tercera persona (la interpuesta) mientras que en este caso particular es la tercera persona la que cubre el riesgo económico

⁷⁹ Por ejemplo, en el artículo 4.d) del Real Decreto 377/1991.

⁸⁰ Por todos, A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pgs. 290-291 y J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 2.- Cómputo de la participación significativa*, op. cit., pgs. 67-68.

⁸¹ Se contrataron *equity swaps*, por ejemplo, en el caso de la adquisición de acciones de ENDESA por ACCIÓN durante la OPA de E-ON (vid. hechos relevantes de 27 de septiembre y 19 de octubre de 2006).

a cambio del pago de una prima satisfecha por el obligado a presentar la oferta. A su vez la entidad, normalmente financiera, que cubre dicho riesgo, debe, a su vez, cubrir el suyo mediante otro contrato financiero o, lo que es más frecuente, mediante la adquisición de las acciones que constituyen el objeto o el subyacente del derivado contratado con el oferente⁸².

La inclusión de este supuesto es, sin embargo, criticable y ajena a la sistemática del Real Decreto 1066/2007. En efecto, como se ha señalado anteriormente, el artículo 5.4 de la citada norma establece que «*tampoco producirá dicha obligación la adquisición de valores u otros instrumentos financieros que den derecho a la suscripción, conversión, canje o adquisición de acciones que lleven aparejado derechos de voto hasta que no se produzca dicha suscripción, conversión, canje o adquisición*». Por lo tanto, si la adquisición de, por ejemplo, una obligación convertible en acciones de la sociedad cotizada no computa a efectos de determinar su control, no se alcanza a entender por qué sí deben considerarse los contratos de permuta financiera y ello, incluso en el supuesto de que su liquidación, pueda producirse por diferencias y no con entrega del subyacente.

7.2. DERECHOS DE VOTO COMPUTABLES

La obligación de presentar una OPA en caso de alcanzar el control de una sociedad cotizada se determina, como se ha expuesto anteriormente, en función del porcentaje de derechos de voto propiedad de una misma persona o que le son atribuidos. Es, por tanto, necesario determinar qué derechos de voto resultan computables a estos efectos.

7.2.1. Derechos de voto procedentes de la titularidad dominical de las acciones

Es lo que podríamos llamar el supuesto básico. Se trata de la titularidad directa de acciones que otorgan derechos de voto. En el derecho español de sociedades anónimas las acciones ordinarias, ex artículo 48. 2.c) de la

⁸² El Real Decreto 1362/2007 establece la novedad en su artículo 28 de la obligación de notificar estos instrumentos cuando «*confieran el derecho a adquirir, exclusivamente por iniciativa propia de dicho tenedor y según acuerdo formal, acciones ya emitidas que atribuyan derechos de voto de un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial (...)*» y añade en su apartado 2 que «*A estos efectos se considerarán instrumentos financieros los valores negociables y los contratos de opciones, futuros, permutas financieras ("swaps"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados (...)*».

Ley de Sociedades Anónimas, otorgan «el derecho de asistir y votar en las juntas generales»⁸³.

Además, cabe la emisión de acciones sin voto⁸⁴ (ex artículos 90-92 de la Ley de Sociedades Anónimas) pero no de acciones de voto múltiple ni que alteren la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el derecho de suscripción preferente (ex artículo 50 del mismo texto legal)⁸⁵.

Adicionalmente, la Ley de Sociedades Anónimas, en su artículo 105.2, señala que los estatutos sociales «podrán fijar con carácter general, el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo». Pese a las dudas que suscitó entre la doctrina la validez de la aplicación de dicho precepto a las sociedades cotizadas⁸⁶ a la vista, además, de las recomendaciones de buen gobierno⁸⁷ aconsejando el que las sociedades cotizadas mantengan la proporcionali-

⁸³ Para un comentario doctrinal sobre los derechos de las acciones ordinarias de las sociedades anónimas, vid. A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, volumen 1º, Ed. Civitas, Madrid, 1994, pgs. 137-195 (pgs. 149-169).

⁸⁴ En relación con las acciones sin voto, vid. A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, op. cit., pgs. 388-452.

⁸⁵ A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, op. cit., pgs. 324-334.

⁸⁶ A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, op. cit., pgs. 155-169 (pgs. 168-169) se pronuncian claramente en contra de la admisibilidad de la aplicación del artículo 105 de la Ley de Sociedades Anónimas a las sociedades cotizadas. En contra de dicha opinión, J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de valores)*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 42, 1991, pgs. 271-320; C. PAZ-ARES, *¿Dividendos a cambio de votos?*, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 1996, pgs. 54 y ss. y, desmentida por la práctica registral que ha inscrito frecuentemente estatutos sociales con blindaje, R. LARGO GIL, *La neutralización de las medidas anti-opa preventivas*, Ed. Civitas, 2007, pgs. 57-74. Es necesario, además, tener en cuenta igualmente la recomendación I del Código unificado de gobierno corporativo, para un comentario al respecto, vid. R. MATEU DE ROS, *El Código unificado...*, op. cit., pgs. 133-144.

⁸⁷ Vid. recomendación número 1 del Código Unificado de Buen Gobierno. Para un comentario al respecto, vid. F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Comentarios a las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno*, Revista de Derecho de Sociedades, 2007, pgs. 10-12.

dad entre valor nominal y derechos de voto, lo cierto es que en la actualidad distintas sociedades cotizadas en España⁸⁸ cuentan con limitaciones al número máximo de derechos de voto que puede ejercitar un mismo accionista, accionistas del mismo grupo e incluso accionistas que actúen en concierto.

Se trata, sin embargo, de limitaciones de voto a los accionistas⁸⁹ y no inherentes a las acciones, por lo que no deberán ser tenidas en consideración para la determinación de los derechos de voto computables a efectos de la toma de control de una sociedad cotizada. Es decir, si un accionista es titular del 30% de las acciones en circulación de una sociedad cotizada, aunque estatutariamente se limite su derecho de voto al 10%, se considerará que tiene el 30% de los derechos de voto de la compañía y, por tanto, que ha alcanzado el control de la misma.

En cuanto a las acciones sin voto, por el contrario, el Real Decreto 1066/2007 señala expresamente en su artículo 5.3 *in fine* que se computarán únicamente cuando gocen del derecho de voto, de acuerdo con la legislación vigente, refiriéndose a los supuestos legalmente previstos en los que este tipo de acciones recuperan el derecho de voto. Así, el artículo 91.4 de la Ley de Sociedades Anónimas establece para las sociedades cotizadas que, respecto de la recuperación del derecho de voto en caso de no satisfacción del dividendo mínimo, se estará a lo que dispongan sus estatutos⁹⁰. Asimismo, las acciones sin voto recuperarán este derecho cuando en virtud de una reducción de capital se amorticen todas las acciones ordinarias y mientras no se restablezca la proporción legalmente pre-

⁸⁸ Son diez las sociedades del IBEX-35 que contaban con medidas defensivas al término del ejercicio 2005: ACERINOX, ALTADIS, BANCO POPULAR, BANCO SABADELL, ENDESA, IBERDROLA, NH HOTELES, RED ELÉCTRICA ESPAÑOLA, REPSOL YPF y TELEFÓNICA. Recientemente, se han eliminado, en situación de OPA condicionada a dicha modificación, los blindajes de ENDESA y ALTADIS. Por su parte, IBERDROLA los ha eliminado en supuestos de OPA.

⁸⁹ En el mismo sentido, aunque en relación con la normativa derogada, F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pg. 626.

⁹⁰ Vid. J. M. MARTÍN GARCÍA, *Acciones sin voto y acciones rescatables*, en AAVV, F. VIVES y J. PÉREZ-ARDA (coord.), «La sociedad cotizada», op. cit., pgs. 457-515 (en particular, pgs. 480-481).

vista con las mismas (artículo 91.2 segundo párrafo de la Ley de Sociedades Anónimas).

7.2.2. *Derechos de voto que se disfruten en concepto de usufructo o prenda*

En el caso del usufructo de acciones, el artículo 67 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que, salvo disposición contraria de los estatutos sociales, la cualidad de socio y los derechos propios de las acciones, excepto el derecho al dividendo pero incluyendo, por tanto, el de voto, corresponden al nudo propietario. Por su parte, el artículo 72 del mismo texto legal, al regular la prenda de acciones prevé, igualmente, que el derecho de voto corresponde, salvo disposición estatutaria en contrario, al pignorante.

Por lo tanto, mediante disposición estatutaria, es posible que el derecho de voto corresponda al usufructuario o beneficiario de la prenda. En este caso, el artículo 5.2 del Real Decreto 1066/2007 establece expresamente que, a efectos del cómputo del porcentaje de votos controlados por una misma persona, se tendrán en cuenta también los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda, añadiendo el precepto un «cajón de sastre» para referirse igualmente a los derechos de voto que se disfruten en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual (lo que podría ser el caso, por ejemplo, en un supuesto de copropiedad de acciones cuando contractualmente se atribuya a uno de los copropietarios el ejercicio de los derechos de voto de todas las acciones en copropiedad).

7.3. NÚMERO TOTAL DE DERECHOS DE VOTO DE REFERENCIA

Finalmente, quedaría por determinar el denominador de la fracción, es decir, el número total de derechos de voto de la sociedad cotizada que sirve de referencia para establecer el porcentaje de votos atribuible a cada persona.

A este respecto, tal y como se ha comentado anteriormente, el artículo 5.3 del Real Decreto 1066/2007 establece que el porcentaje de derechos de voto se calculará sobre la base de todas las acciones que lleven aparejadas este derecho (i.e., como hemos visto, no se computarán las acciones

sin voto salvo que hayan recuperado dicho derecho) pero se excluirán las acciones que, de acuerdo con la información disponible en la fecha de cómputo, pertenezcan, directa o indirectamente, a la propia sociedad afectada y, por tanto, por aplicación de lo dispuesto en el artículo 79.1^a de la Ley de Sociedades Anónimas, tengan suspendido el derecho de voto.

En su virtud, el porcentaje de votos atribuible a una persona se determinará sobre la base de la totalidad de las acciones emitidas por la sociedad que gocen del derecho de voto, con exclusión de las acciones propias en autocartera (directa o indirecta). Así, en el caso de una sociedad cotizada que sólo tenga emitidas acciones ordinarias pero que tenga el máximo posible de acciones en autocartera (5% del capital social), el porcentaje de control se determinará sobre el 95% de las acciones, no sobre el 100%, por lo que alcanzará el control el que obtenga el 28,5% de las acciones (i.e., el umbral del 30% aplicado sobre la base computable del 95% de las acciones).

8. Exclusiones a la obligación de formular OPA⁹¹

El artículo 8 del Real Decreto 1066/2007 establece una serie de supuestos en los que una persona queda eximida de la obligación de presentar una OPA pese a haber alcanzado el control de una sociedad cotizada en el sentido del artículo 4 del mismo texto legal.

Algunos de estos supuestos se mantienen del antiguo régimen de OPAs (artículo 1197/1991), otros son, sin embargo, nuevos, como las adquisiciones a título gratuito o la toma de control resultante de una fusión mientras que, finalmente, algunos han sido eliminados como el relativo a los casos de control conjunto determinados por las autoridades de defensa de la competencia.

⁹¹ Para un análisis de conjunto de los supuestos excluidos de la obligación de formular una OPA en la normativa derogada, vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 638-643 y J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 4.- Supuestos excluidos*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 93-101.

Siguiendo la clásica clasificación que el profesor ZURITA⁹² propuso para la normativa derogada y aplicándola a la nueva enumeración del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, podemos distinguir:

8.1. SUPUESTOS DE EXCLUSIÓN POR RAZONES DE INTERÉS GENERAL

Dichos supuestos están contemplados en las letras a), b) y d) del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, en los términos siguientes:

8.1.1. *Adquisiciones por determinados organismos*

El apartado a) del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007 excluye de la obligación de formular una OPA a las tomas de control de sociedades cotizadas que, en cumplimiento de sus funciones, realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, el Fondo de Garantías de Inversiones, el Consorcio de Compensación de Seguros y otras instituciones similares legalmente establecidas.

La exclusión alcanza tanto a las adquisiciones que realicen dichas entidades en el cumplimiento de sus funciones como a las adjudicaciones que los citados organismos acuerden en cumplimiento de las mismas, con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia de ofertas establecidas en la normativa específica.

La exclusión se extenderá, igualmente, a las adquisiciones indirectas realizadas por los organismos a que se ha hecho referencia en el apartado anterior, cuando a juicio de la entidad de supervisión competente, quien lo comunicará a la CNMV, tal exclusión resulte conveniente para garantizar el buen fin y la viabilidad financiera de las operaciones de saneamiento de que se trate.

Como cautela de cierre, el último párrafo del citado artículo 8.a) establece, en buena lógica, que la exclusión no será aplicable en las posteriores

⁹² J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 4.- Supuestos excluidos*, op. cit., pg. 93.

transmisiones que, eventualmente, realicen los adjudicatarios de las participaciones enajenadas⁹³.

8.1.2. *Adquisiciones en supuestos de expropiación forzosa*

El apartado b) del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007 [en el mismo sentido que el artículo 4.b) del Real Decreto 1197/1991] establece, como supuesto excluido de la obligación de formular una oferta pública, las adquisiciones realizadas de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de Derecho público previstas en la normativa vigente.

8.1.3. *Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones*

De acuerdo con el apartado d) del artículo 8 de referencia, quedan exceptuadas de la obligación de formular una OPA las adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no esté en situación concursal, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad.

La aplicación de esta causa de exclusión requerirá acuerdo en este sentido de la CNMV. A estos efectos, la CNMV dispone de un plazo no superior a quince días desde la presentación de la correspondiente solicitud por cualquier persona interesada.

A diferencia de la normativa derogada [artículo 4.e) del Real Decreto 1197/1991] que no requería de decisión en tal sentido de la CNMV y en que la capitalización o conversión de créditos debía efectuarse, para que fuera de aplicación la excepción, dentro de un procedimiento concursal, la nueva norma extiende el supuesto de hecho a acuerdos ajenos al procedimiento concursal pero obliga a contar con un acuerdo de la CNMV.

⁹³ Este supuesto de exclusión reduce el del artículo 4.a) del Real Decreto 1197/1991. Para un comentario doctrinal al respecto, vid. J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 4.- Supuestos excluidos*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 94-96.

8.2. SUPUESTOS DE EXCLUSIÓN COMO CONSECUENCIA DE LA COORDINACIÓN ENTRE DISTINTOS RÉGIMENES

8.2.1. *Coordinación entre el régimen de las OPAs obligatorias y voluntarias*

En el supuesto de que el control de la sociedad cotizada haya sido alcanzado mediante la previa formulación de una OPA voluntaria, no será necesaria la formulación de una OPA obligatoria siempre que la oferta voluntaria haya sido total (i.e., dirigida a la totalidad de los valores afectados) y se dé una de las dos siguientes condiciones: (i) que la oferta haya sido presentada a precio equitativo, o, alternativamente, (ii) que haya sido aceptada por titulares que representen, al menos, el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido la oferta, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondieran a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el mismo relativo a la oferta [ex artículo 8.f) del Real Decreto 1066/2007].

La primera condición tiene una justificación obvia: una oferta dirigida al 100% del capital, a precio equitativo, que hubiera tenido como resultado la adquisición del control de la sociedad y, por tanto, que hubiera tenido éxito habiéndose cumplido las condiciones a las que, en su caso, el oferente hubiera sometido la efectividad de la oferta, tiene *ex post* efectos equivalentes a los de una OPA obligatoria.

El fundamento de la segunda de las causas de exclusión de la obligación de formular una OPA es, sin embargo, convencional. En efecto, aunque puede entenderse encuadrable en la previsión del artículo 5.2 de la Directiva de OPAs («*la oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de su valores*») que, por tanto, no exige que la oferta voluntaria se hubiera presentado a precio equitativo, su justificación debe ampararse en principios de economía procedimental y de flexibilización del mercado de OPAs. Sin embargo, el límite impuesto (el 50% del *free float*), que tiene la ventaja de la claridad, no deja de resultar convencional y, como tal, podría ser discutible en términos de eficiencia y equidad teóricos.

Por lo que se refiere a las exclusiones de dicho cómputo, la literalidad del precepto se refiere no sólo a las acciones del oferente o de cualquier persona que se atribuyan al oferente conforme a lo previsto en el artículo 5 del Real Decreto 1066/2007, sino también las de cualquier otro accionista que hubiera alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta como sería, por ejemplo, el caso de la suscripción de un compromiso irrevocable de acudir a la misma. Esta última exclusión es criticable pues, en la medida en que la norma obliga a dar un trato igualitario a todos los titulares de los valores afectados por la oferta (i.e., no se podrán ofrecer ventajas especiales a los accionistas con los que se firme el compromiso irrevocable), no se alcanza a comprender por qué la decisión de estos accionistas de aceptar la oferta (lo que supone, por tanto, que la consideran atractiva) no deba ser tenida en cuenta a estos efectos, como la de los restantes accionistas sin que la existencia de un compromiso previo al respecto merezca un tratamiento diferente.

8.2.2. *No se ha mantenido la exclusión por control conjunto*

El Real Decreto 1197/1991 contemplaba una causa adicional de exclusión de la obligación de formular una OPA consistente en el supuesto de que las autoridades reguladoras de defensa de la competencia apreciaran la existencia de control conjunto.

El Servicio de Defensa de la Competencia, siguiendo el criterio de la Comisión Europea, concluyó que había control conjunto cuando las partes lleguen a un acuerdo sobre las decisiones importantes que afectan a la empresa en participación y, por tanto, se basa en consideraciones de índole cualitativo que se traducen en que se pueda llegar a una situación de bloqueo a causa del poder que tienen las empresas que toman el control conjunto de «*rechazar las decisiones estratégicas propuestas, en vez de por el poder de determinar por sí solo dichas decisiones estratégicas que es lo que caracteriza el control exclusivo*».

El profesor GUERRA MARTÍN⁹⁴ analizó los expedientes de control de concentraciones calificados por el extinto Servicio de Defensa de la Com-

⁹⁴ G. GUERRA MARTÍN, *Control conjunto y derecho de OPAs*, Ed. Civitas, 2004, pg. 93.

petencia como de control conjunto, sistematizando los elementos que sirvieron de fundamento para dicha calificación:

(i) Igualdad de derechos de voto o nombramiento de miembros de los órganos societarios.

(ii) Aun cuando no se diera una igualdad de derechos de voto, se estaría en una situación de control conjunto cuando los minoritarios tuvieran «derechos suplementarios que les permitan vetar decisiones capitales para la estrategia competitiva de la empresa en participación» distintos de los establecidos simplemente para proteger su participación financiera.

Los derechos que dan lugar al control conjunto están referidos habitualmente a decisiones y cuestiones estratégicas. Se han considerado, entre otras, el presupuesto y nombramiento de los altos directivos, el programa de actividades, las grandes inversiones⁹⁵ u otros aspectos específicos de la gestión de la sociedad afectada. En relación con dichos elementos interpretativos, no se requiere que se den todos ni es posible afirmar la prevalencia de unos sobre otros, dado que este hecho obliga a un análisis, caso a caso dependiendo del sector de actividad y de la naturaleza del acuerdo.

(iii) Ejercicio común de los derechos de voto. Aun cuando no exista igualdad de derechos de voto o mecanismos de voto específico, pueden existir acuerdos para el ejercicio común de los derechos de voto siguiendo el mecanismo que puede articularse mediante diferentes sistemas: con base contractual o mediante su personificación societaria en una entidad holding.

Por tanto, el supuesto básico es el de igualdad de derecho de voto o nombramiento de miembros del consejo de administración de la sociedad cotizada.

Pues bien, teniendo en cuenta la nueva normativa sobre OPAs, donde el umbral se fija en el 30% de los derechos de voto sobre la sociedad afectada (y no en el 50% como en la normativa derogada), parece menos probable la concurrencia de esta circunstancia. Sin embargo, determinados supuestos de adquisición indirecta pudieran verse afectados por un supuesto de control conjunto por lo que no hubiera sido estéril el mantenimiento, aunque adaptado a la nueva normativa, de esta causa de exclusión.

8.3. SUPUESTOS DE EXCLUSIÓN POR NO SER NECESARIA LA PROTECCIÓN DE LOS INTERESES QUE LA OPA GARANTIZA

El supuesto básico contemplado en el apartado c) del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, es aquél en el que todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden, por unanimidad, la venta o permuta de todas

⁹⁵ G. GUERRA MARTÍN. *Control conjunto...*, op. cit., pgs. 96 y ss.

o parte de las acciones representativas del capital de la misma o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición. Se trata de un supuesto, obviamente, difícil de encontrar en la práctica tratándose de sociedades cotizadas.

A diferencia de la normativa derogada, la nueva obliga a que dichos titulares acuerden, simultáneamente, la exclusión de negociación de los valores de los mercados secundarios oficiales en que estuvieran admitidos.

8.4. FUSIÓN DE SOCIEDADES

A este respecto, el artículo 8.g) del Real Decreto 1066/2007 establece que estarán exentos de la obligación de formular una OPA los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de una operación de fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, una participación de control, pero siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial.

Se trata de un supuesto en el que tampoco se precisa la protección de la normativa de OPAs toda vez que (i) los accionistas de ambas sociedades pero, en especial, los de las sociedades absorbidas, tienen los instrumentos de protección que les otorga el derecho de sociedades y (ii) reciben acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial y, por tanto, con una liquidez que, normalmente, será superior a la de la sociedad absorbida.

Con la normativa derogada la solución a la que se llegó, aunque ante la ausencia de referencia legal, por la vía de la interpretación del regulador (CNMV) y de la doctrina, fue la misma. Sin embargo un sector minoritario de la doctrina pretendió sujetar este supuesto a la obligación de formulación de una OPA sobre la base de que suponía una modificación estatutaria en la sociedad absorbida (por la vía, decían, de su sustitución por los de la sociedad absorbente) y, por tanto, constitutiva del entonces existente supuesto de OPA obligatoria por modificación de estatutos (supuesto que ya no existe en el actual régimen de OPAs).

En todo caso, en el actual régimen de OPAs se precisa el acuerdo de la CNMV para que no resulte exigible una oferta pública, que deberá adoptarse, una vez comprobado que se dan las circunstancias señaladas en el párrafo anterior, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por el accionista.

9. Precio equitativo

El «precio equitativo» es un concepto nuevo en la normativa sobre OPAs en España fruto de la transposición de la Directiva de OPAs que define este precio como «*el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen en concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce antes de la oferta obligatoria*» (artículo 5.4).

Hasta la reforma de la normativa sobre OPAs, el único supuesto de oferta pública en que se preveía un precio tasado era el de la OPA por exclusión, que debía ajustarse a los parámetros establecidos en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991.

En el nuevo régimen de OPAs, el precio equitativo tiene una triple finalidad: (i) es el aplicable en toda OPA obligatoria (artículo 3 del Real Decreto 1066/2007), (ii) es el límite mínimo del precio al que se podrá presentar una OPA por exclusión (artículo 10.6 del mismo texto legal) y (iii) es la referencia a la excepción a la obligación de formular una OPA cuando se haya alcanzado el control de una sociedad cotizada tras la realización de una OPA voluntaria sobre el 100% de los valores a dicho precio.

9.1. ¿QUÉ ES EL PRECIO EQUITATIVO?

El precio equitativo viene regulado en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y, con las salvedades y matizaciones que se indican a continuación, se corresponde, en principio, con el precio más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.

A efectos del cálculo del período temporal al que hay que retrotraerse para el cálculo del precio equitativo, es necesario determinar cuál es la fecha del anuncio. Se define en el artículo 16 del Real Decreto 1066/2007 como:

(i) En ofertas voluntarias: el oferente estará obligado a publicar un hecho relevante tan pronto como se haya adoptado la decisión de formular una OPA y siempre que se haya asegurado de que se puede hacer frente, íntegramente, a cualquier contraprestación en efectivo o previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación.

(ii) En el caso de OPA obligatoria por toma de control directa, indirecta o sobrevenida, la persona obligada deberá publicar el correspondiente hecho relevante «*incluyendo, si procede, bien su intención de solicitar una dispensa; bien su decisión de formular una oferta pública de adquisición; o bien su intención de reducir su participación por debajo del umbral que le obligue a formular la oferta*».

En el caso de tomas de control directas, el anuncio deberá publicarse inmediatamente que se haya superado el umbral de control o nombrado más de la mitad de los miembros del consejo.

En el caso de tomas de control indirectas o sobrevenidas, la persona obligada deberá hacer pública su intención de deshacerse del exceso de participación, solicitar una dispensa a la CNMV o presentar una OPA. Aunque la norma aplicable (artículo 16.2 del Real Decreto 1066/2007) no establece con precisión el momento en que deberá realizarse dicho anuncio, sin embargo parece que debería ser inmediatamente después de adquirido el control indirecto, por referencia al *dies a quo* para el cómputo del plazo de tres meses previsto en el artículo 7 del Real Decreto 1066/2007. En todo caso, debe tenerse en cuenta lo reducido de dichos plazos y lo complicado que puede ser en la práctica su cumplimiento efectivo, considerando que en las tomas de control indirectas el oferente puede no poseer información suficiente sobre la sociedad indirectamente participada como para adoptar una decisión razonada sobre la venta del exceso o, alternativamente, la formulación de una OPA al precio equitativo. Además, aun en el supuesto de que opte por la desinversión, en dicho momento es más que probable que el oferente no cuente con un comprador ni pueda conocer las condiciones de una eventual operación de estas características, por lo que es previsible que dicha decisión pueda ser objeto de revisión si al término de los tres meses previstos no se haya conseguido realizar la desinversión en términos satisfactorios, pudiendo entonces optar por una OPA al precio equitativo en ese momento.

9.2. CRITERIOS PARA LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO EQUITATIVO

Tal y como se ha indicado anteriormente, el precio equitativo es, en principio, el más elevado que el oferente o personas que actúen concerta-

damente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.

Sin embargo, en determinados supuestos puede surgir la obligación de formular una OPA sin que el oferente hubiese realizado adquisiciones durante el referido plazo de 12 meses, como sería el caso de determinadas adquisiciones indirectas o sobrevenidas. En estos supuestos, el precio equitativo no podrá ser inferior al que resulta de la aplicación de los criterios para la determinación del importe de la contraprestación en los supuestos de OPA por exclusión (artículo 10 del Real Decreto 1066/2007).

Por el contrario, en el caso de que sí se hubiesen realizado adquisiciones durante el periodo de 12 meses de referencia, el Real Decreto 1066/2007 precisa que para la determinación del precio equitativo se incluirá el importe íntegro de la contraprestación pagada o acordada por el oferente (o personas concertadas), estableciéndose una serie de reglas concretas en el artículo 9.2 del citado Real Decreto a efectos de la fijación de dicho importe íntegro en ciertos supuestos especiales:

- (i) En el caso de que la compraventa fuese ejecución de un derecho previo de opción de compra, al precio de compraventa se le sumará el precio de la prima, en su caso, acordada.
- (ii) En caso de que fuese ejecución de un derecho previo de opción de venta, al precio de la compraventa se le deducirá la prima, en su caso, acordada para la concesión de la opción.
- (iii) En el caso de otros instrumentos financieros derivados distintos de las opciones, el precio será el de ejercicio más las primas satisfechas para la adquisición del derivado.
- (iv) En los casos anteriores, si los precios de ejercicio se calculan en relación con varias operaciones, se aplicará el más elevado al que haya cruzado operaciones el accionista en cuestión.
- (v) Cuando la adquisición de valores se haya producido mediante canje o conversión, el precio se calculará como media ponderada de los precios de mercado de los indicados valores en la fecha de adquisición.
- (vi) Cuando la adquisición incluya alguna compensación adicional al precio pagado o acordado o cuando se haya acordado un diferimiento en el pago, el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte, incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación o al pago diferido.

En todo caso, conforme a lo previsto en el artículo 9.5 del Real Decreto 1066/2007, cuando la oferta no se presente dentro del plazo máximo legalmente previsto (i.e., dentro del mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta o a la fecha en que surja

la obligación de presentarla), comenzarán a devengarse intereses sobre el precio equitativo al tipo de interés legal del dinero hasta la fecha en que se formule la oferta, sin perjuicio de las sanciones que, en su caso, correspondan.

9.3. FACULTADES DE LA CNMV EN RELACIÓN CON LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO EQUITATIVO

La CNMV tiene, en relación con el precio equitativo, facultades de aprobación, revisión e información.

9.3.1. *Facultades de aprobación*

Aunque el Real Decreto 1066/2007 no otorga expresamente facultades de aprobación a la CNMV en relación con el precio equitativo, cabe entenderlas implícitamente incluidas en la posibilidad de modificar el precio calculado y en sus facultades de examen del folleto y autorización o denegación de la oferta (artículo 21.1 del Real Decreto 1066/2007), del que el precio forma parte esencial. En efecto, en el capítulo II del modelo de folleto explicativo, según el Anexo al Real Decreto 1066/2007 se establece «b) *justificación de la contraprestación y método de valoración utilizado para determinar el precio equitativo cuando proceda*». En todo caso, la decisión de la CNMV al respecto debe ajustarse a los criterios legales establecidos en el artículo 9 de la norma señalada, sin que cuente con ningún tipo de potestad discrecional al respecto.

9.3.2. *Facultades de revisión*

Las facultades de revisión de la CNMV se extienden, por un lado, a la revisión de que los criterios reglamentarios para la determinación del precio equitativo han sido correctamente aplicados por el oferente y, por otro, al análisis de la concurrencia de factores que hagan que el precio resultante de la estricta aplicación de dichos parámetros no deba considerarse el precio equitativo.

A este respecto, el apartado 4 del artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 establece que la CNMV podrá modificar el precio calculado de acuerdo con los criterios señalados anteriormente cuando se den determi-

nadas circunstancias que pueden tener relación con la sociedad afectada o la cotización de sus acciones o con la adquisición efectuada por el oferente o por las personas concertadas con él. En este caso, la CNMV publicará en su página *web* la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto.

En cuanto a las circunstancias que guardan relación con la sociedad afectada o la cotización de sus acciones, éstas son:

(i) Que la cotización de los valores en el período de referencia (12 meses) se haya visto afectada por el pago de dividendos, operaciones societarias o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva al precio equitativo.

En este supuesto estará incluida cualquier forma de retribución al accionista distinta de la explícitamente mencionada de distribución de dividendos como, por ejemplo, la emisión de acciones liberadas, la distribución de prima de emisión, la reducción de capital por devolución de aportaciones, etc., y las operaciones societarias que hubieran podido afectar a la cotización de las acciones: *split* o *contra-split* de las acciones, fusión, escisión, etc., así como cualquier acontecimiento extraordinario que, a juicio de la CNMV, permita realizar una corrección objetiva del precio equitativo.

(ii) Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el período de 12 meses de referencia presentase indicios razonables de manipulación, siempre que hubiera motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la CNMV por infracción de lo dispuesto en el artículo 83.ter de la Ley de Mercados de Valores. Todo ello se entiende sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes y siempre que se hubiera notificado al interesado el correspondiente pliego de cargos.

Por tanto, en el supuesto de que el expediente sancionador incoado por la CNMV se hubiera iniciado y, de acuerdo con el procedimiento administrativo, se hubiera notificado al interesado el correspondiente pliego de cargos, la CNMV, aunque no hubiera recaído resolución, ni tan siquiera en vía administrativa, podrá modificar el precio equitativo calculado.

(iii) Que la sociedad afectada se encuentre, de forma demostrable, en serias dificultades financieras, lo que no se limita a que se encuentre en situación concursal. En este caso, la contraprestación de la oferta no tendrá que ser el precio equitativo sino el que resulte de aplicar los métodos de la OPA por exclusión.

Por otra parte, en cuanto a las circunstancias que guardan relación con la adquisición de las acciones por el oferente o personas concertadas con él, son:

(i) Que el precio más alto por el que el oferente hubiera adquirido acciones de la sociedad afectada fuera inferior al rango de cotización de los valores en el día de dicha adquisición. En ese caso, el precio a considerar a efectos del cálculo del precio equitativo no podrá ser menor al límite inferior de dicho rango.

(ii) Que el precio equitativo corresponda a una adquisición por un volumen no significativo en términos relativos y siempre que haya sido realizado a precio de cotización⁹⁶. En este caso, se considerará a efectos de la determinación del precio equitativo el más alto pagado o acordado pagar por el oferente a las personas que estén en concierto en las restantes adquisiciones efectuadas durante el período de referencia.

(iii) Que las adquisiciones del período de referencia incluyan alguna compensación adicional al precio pagado o acordado, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación (debe entenderse, en aquellas adquisiciones en las que haya existido compensación adicional).

9.3.3. Facultades informativas

Finalmente, en todos los supuestos en los que la CNMV puede modificar el precio (vid. apartado 9.3.2 anterior), ésta podrá requerir del oferente un informe sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio equitativo, sin que parezca haber ningún inconveniente para que el oferente aporte a estos efectos un informe emitido por un experto designado por el mismo.

En relación con los criterios de valoración que se podrán aplicar en dicho informe, el artículo 9.4 del Real Decreto 1066/2007 incluye expresamente los previstos para la determinación del precio de las OPAs por exclusión, a saber: precio medio de mercado en un determinado período (sin especificar dicho período, aunque, como se hace para el supuesto de una OPA de exclusión, podría ser el semestre inmediatamente anterior), el valor liquidativo de la sociedad, su valor teórico y el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, añadiendo una referencia genérica a «*otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas*». Cabe entender que, entre ellos, deberán ser preferentemente utilizados los incluidos en el artículo 10.5.e) del Real Decreto 1066/2007: descuentos de flujos de caja y múltiplos de compañías y transacciones comparables, en la medida en que sean aplicables en función de las circunstancias del caso.

⁹⁶ Así lo ha hecho la CNMV recientemente. En concreto, con ocasión de la autorización de la OPA de Promotora de Informaciones, SA sobre SOGECABLE, SA, según comunicación al mercado de 26 de marzo de 2008.

10. Irrevocabilidad y condiciones de la oferta

10.1. IRREVOCABILIDAD DE LA OFERTA

El artículo 30 del Real Decreto 1066/2007 establece que las ofertas serán irrevocables desde el anuncio de su formulación, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en el Real Decreto.

La irrevocabilidad de la oferta es un principio previsto tanto en la normativa derogada (artículo 21 del Real Decreto 1197/1991⁹⁷) como en las legislaciones de los países de nuestro entorno (Reino Unido, Francia, Italia y Suiza, por ejemplo, incluyen en su normativa, expresamente, la irrevocabilidad de la oferta) y en la Directiva de OPAs.

Pese a la polémica que, en vigencia de la normativa derogada, suscitó el que a continuación de dicho principio y en el mismo capítulo del Real Decreto 1197/1991 se incluyeran los supuestos en los que el oferente podía desistir de la oferta o modificar sus términos o condiciones, y que sería de igual aplicación hoy, dado que el Real Decreto 1066/2007 mantiene la misma estructura, debe entenderse que las causas de desistimiento o cesación de efectos de la oferta son tasadas por lo que, fuera de las mismas, rige el principio de irrevocabilidad de la oferta con carácter absoluto⁹⁸.

La revocación es «una declaración de voluntad del oferente, cuyo intento empírico consiste en privar de eficacia a la oferta (...) en el tiempo que media entre la llegada de la oferta a su destinatario y el momento de la aceptación o del rechazo de la oferta»⁹⁹. A estos efectos, es conveniente señalar que, según el sistema de nuestro Código Civil, la regla general es la irrevocabilidad de la oferta negocial. Por ello, y siguiendo dicho principio general, la normativa de OPAs lo que hacía y hace es establecer unos

⁹⁷ Para un comentario sobre el alcance de la irrevocabilidad de la oferta en vigencia del Real Decreto 1197/1991, vid. E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, modificación y cese...*, op. cit., pgs. 876-879.

⁹⁸ F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pg. 679.

⁹⁹ E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, modificación y cese...*, op. cit., pgs. 876-879.

supuestos concretos en los que el oferente puede desistir de la oferta, como excepción a la regla general enunciada.

La fundamentación jurídica de la irrevocabilidad de la oferta presentada se encuentra en los principios generales del tráfico bursátil y, en concreto, en el principio de seguridad y certeza en las transacciones de forma que las decisiones de los inversores puedan tomarse sobre la base de la firmeza de la oferta¹⁰⁰.

En vigencia de la normativa anterior, ante la ausencia de norma expresa, se planteó una duda sobre el momento desde el que la oferta debía considerarse irrevocable¹⁰¹: desde su autorización por la CNMV o desde su presentación por el oferente, aunque todavía no hubiese sido autorizada. Dicha duda ha quedado definitivamente solventada por el artículo 30 del Real Decreto 1066/2007 que establece su irrevocabilidad no ya desde la solicitud de autorización prevista en el artículo 17 Real Decreto 1066/2007 sino, aun antes, desde el anuncio de la oferta regulado en el artículo 16 del mismo texto legal.

10.2. CONDICIONES DE LA OFERTA

Cuestión distinta es la posibilidad de someter la oferta a condiciones. A este respecto, el apartado 2 del artículo 30 del Real Decreto 1066/2007 establece un régimen distinto para las OPAs obligatorias y para las voluntarias que encuentra su justificación en el principio de igualdad de trato entre los accionistas y en que, en el primer caso, el oferente ya ha alcanzado el control de la sociedad afectada.

En su virtud, el citado artículo 30.2 establece que las OPAs obligatorias no podrán estar sometidas a condición alguna, salvo las relativas a las autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores y por las autoridades de defensa de la competencia.

¹⁰⁰ J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 21.- Irrevocabilidad de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas...», op. cit., vol. II, pgs. 475-476.

¹⁰¹ F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pg. 680.

Las OPAs voluntarias, además de a las anteriores, podrán estar sometidas igualmente a las condiciones previstas en el artículo 13 del Real Decreto 1066/2007, lo que será objeto de análisis en el capítulo siguiente, centrándonos a continuación en las condiciones admisibles en las OPAs obligatorias.

10.2.1. Autorizaciones de las autoridades competentes en materia de defensa de la competencia

El sistema de relaciones entre la normativa de defensa de la competencia y del mercado de valores ha cambiado respecto del antiguo régimen de OPAs en dos sentidos. Por un lado, se ha eliminado, en los términos anteriormente expuestos, la exclusión de la obligación de formular OPA en caso de situaciones de control conjunto reconocidas como tales por las autoridades de defensa de la competencia. Por otro lado, la modificación de la normativa de defensa de la competencia ha motivado, igualmente, la modificación de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores.

En efecto, la Ley 16/1989, de 17 de julio de Defensa de la Competencia establecía, en su artículo 15.2 que una operación de concentración «no podrá llevarse a efecto, ni antes de ser notificada, ni antes de que la Administración manifieste de forma expresa o presunta, su no oposición a la misma, o la subordine a la observancia de condiciones determinadas».

Por tanto, el principio que regía era el de suspensión *ex lege* de la ejecución de toda clase de operaciones de concentración hasta la no obtención de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia.

En coherencia con dicha norma, el artículo 37 del Real Decreto 1197/1991 establecía en su apartado 1 que «en el caso de que concurran los supuestos del artículo 14 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de la Defensa de la Competencia [notificación a las autoridades españolas], el oferente deberá notificar conforme al artículo 15 de la mencionada Ley la operación de concentración al Servicio de Defensa de la Competencia en el plazo de los cinco días siguientes a la presentación de la solicitud de autorización de la oferta a la CNMV, siempre que no la hubiera notificado al servicio con anterioridad».

Los efectos del procedimiento seguido ante las autoridades de defensa de la competencia sobre el procedimiento de OPA dependían, lógicamente, de si dichas autoridades acordaban levantar la suspensión de la operación de concentración.

En el supuesto de que no se acordase el levantamiento de dicha suspensión, no se podían publicar los anuncios de la oferta ni, por tanto, comenzar el período de aceptación mientras no hubiese recaído la autorización expresa o tácita de las autoridades de defensa de la competencia.

Por el contrario, en caso de que se hubiese acordado el levantamiento de la suspensión, la oferta quedaba automáticamente sometida a condición, produciendo los siguientes efectos:

- (i) Si antes de la expiración del período de aceptación hubiese recaído autorización tácita de la concentración, la oferta surtía todos sus efectos.
- (ii) Si antes de la expiración del período de aceptación hubiese recaído resolución expresa de las autoridades competentes, se estará al contenido de la misma.
- (iii) Si antes de la expiración del período de aceptación no hubiere recaído resolución expresa o tácita, el oferente podía desistir de la oferta.

Lo anterior se entendía sin perjuicio de la facultad del oferente de desistir de la oferta en caso de que el Ministro de Economía acordase remitir las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia (lo que entonces constituía la segunda fase).

Tratándose de una operación de dimensión comunitaria, el artículo 38 del Real Decreto 1197/1991 se remitía en bloque a la normativa comunitaria y, en particular, al régimen de suspensión de la operación previsto en la misma. A este respecto, el régimen comunitario de suspensión de ejecución de la concentración hasta que la operación hubiera sido declarada compatible con el mercado común tenía una importante excepción automática en relación con las ofertas públicas de adquisición. De esta forma, la suspensión de la concentración no impedía realizar una oferta pública de adquisición o una serie de transacciones de títulos admitidos a negociación (y, lógicamente, se debía entender que liquidar la oferta y adquirir los valores), siempre y cuando la concentración fuese notificada sin demora a la Comisión. No obstante, hasta la obtención de la autorización de la operación, el adquirente no podía ejercer los derechos políticos hasta la

autorización de la operación, salvo para salvaguardar el valor íntegro de su inversión y sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión.

Por tanto, en vigencia de la normativa derogada, coexistían un régimen de suspensión para el caso de operaciones de concentración de dimensión nacional y uno de no suspensión en el caso de operaciones de dimensión comunitaria, siendo así que, además, el régimen español de OPAs no permitía someter la oferta a la condición de la obtención de la autorización de las autoridades comunitarias de defensa de la competencia.

Este régimen asimétrico, criticado y origen de no pocos problemas, en especial en proceso de OPAs competidoras sometidas a distintas autoridades de defensa de la competencia, ha sido sustituido por otro coherente, a su vez, con la nueva normativa de defensa de la competencia en España. En el ahora vigente, la OPA, tanto si es voluntaria como obligatoria, puede quedar condicionada a la obtención de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia.

En efecto, la Ley 26/1984, de 19 de julio, de Defensa de la Competencia, ha sido sustituida por la Ley 15/2007, de 3 de julio, que admite la posibilidad de ejecución de una OPA antes de que haya recaído resolución en el expediente de concentración, en línea con lo establecido por la normativa europea. El artículo 9.3 de la nueva ley establece que el régimen normal de suspensión no será aplicable a las OPAs admitidas por la CNMV que constituyan una operación de concentración económica sujeta a control, siempre y cuando: «(a) la concentración sea notificada a la Comisión Nacional de Competencia en el plazo de cinco días desde que se presenta la solicitud de autorización de la oferta a la CNMV, en caso de no haber sido notificada con anterioridad, y (b) el comprador no ejerza los derechos de voto inherentes a los valores en cuestión o sólo los ejerza para salvaguardar el valor íntegro de su inversión sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión Nacional de la Competencia».

Por su parte, el artículo 26 del Real Decreto 1066/2007 establece un nuevo régimen que se adecúa al vigente en materia de defensa de la competencia y que se fundamenta, por un lado, en que, cuando una OPA pueda implicar una concentración económica, ya sea de dimensión española o europea, será de aplicación la correspondiente normativa en materia de defensa de la competencia, debiendo acreditarse a la CNMV la realización

de la correspondiente notificación a las autoridades competentes y, por otro, en que el oferente puede optar por condicionar su oferta a la obtención de la correspondiente autorización o declaración de no oposición de dichas autoridades, con los siguientes efectos:

- (i) Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades de defensa de la competencia no se oponen a la operación de concentración, la oferta surtirá plenos efectos.
- (ii) Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes declarasen improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta.
- (iii) Si antes de la terminación del plazo de aceptación, las autoridades competentes sujetaran su autorización al cumplimiento de alguna condición o no hubiere recaído resolución expresa o tácita, el oferente podrá desistir de la oferta.

En el caso de ofertas obligatorias, en tanto no haya recaído resolución, el oferente no puede ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta. Además, si el oferente desiste de la oferta en los supuestos anteriormente señalados deberá, en el plazo de tres meses (i) enajenar el número de valores necesario para quedar por debajo del umbral de control o (ii) resolver el pacto parasocial, acuerdo o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación.

Nada establece el Real Decreto 1066/2007 para el supuesto de que la obligación de formular la OPA traiga su causa en la designación de más de la mitad de los consejeros, aunque parece lógico pensar que la acción a tomar en este caso será reducir el número de consejeros designados por el oferente por debajo de la mitad del consejo.

10.2.2. Autorizaciones de otras autoridades competentes

Como novedad¹⁰², el Real Decreto 1066/2007 dedica un apartado específico (el 2 del artículo 26) al efecto sobre la oferta de las autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores distintos de los de defensa de la competencia.

¹⁰² El artículo 16 del Real Decreto 1197/1991, en su apartado I, se limitaba a establecer que, junto al folleto explicativo de la oferta, era necesario aportar a la CNMV «la autorización o verificación administrativa, si la operación lo requiere».

Previamente, el artículo 16 del Real Decreto 1066/2007 clarifica que podrá anunciarse una oferta aun cuando la operación requiera la obtención de alguna autorización o verificación administrativa con carácter previo a su formulación, si bien dicha circunstancia deberá indicarse expresamente en el anuncio.

Por su parte, el citado apartado 2 del artículo 26 del Real Decreto 1066/2007 prevé que cuando la oferta requiera la autorización o no oposición de cualquier otro organismo o notificación previa de la operación a otro organismo, podrá presentarse la solicitud de autorización de la oferta sin haber solicitado ni obtenido la autorización, no oposición o simple notificación, pero la CNMV no autorizará la oferta (y, por tanto, ésta no entrará en vigor) hasta que se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición o simple notificación (de forma expresa o presunta por haber transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo).

De esta forma, las autorizaciones o verificaciones administrativas de otros organismos reguladores tienen, en el nuevo régimen de OPAs, la naturaleza de condiciones legales, sin necesidad de que el oferente lo establezca expresamente, de tal forma que si dichas autorizaciones o verificaciones no se obtienen, la CNMV nunca autorizará la oferta y la misma no surtirá efecto alguno.

El régimen descrito es aplicable tanto a las ofertas voluntarias como a las obligatorias, por lo que el Real Decreto 1066/2007 establece que, en relación con estas últimas, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta hasta que no haya recaído la correspondiente resolución¹⁰³ y, en caso de no obtenerse la autorización, verificación o declaración de no oposición, el oferente vendrá obligado, en el plazo de tres meses, a enajenar el número de valores necesarios para redu-

¹⁰³ Esta previsión debe entenderse, lógicamente, sin perjuicio de las consecuencias previstas en la legislación sectorial de aplicación en relación con la superación de los umbrales de participación que requieren la autorización, verificación o no oposición previa de la autoridad supervisora correspondiente.

cir el porcentaje de derechos de voto por debajo de la participación de control¹⁰⁴ o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo, siendo de aplicación lo anteriormente comentado en caso de que el control se hubiese adquirido como consecuencia de la designación de la mayoría de los consejeros.

Ejemplos a los que resultaría de aplicación el régimen descrito en los párrafos anteriores los encontraríamos en la formulación de una oferta pública de adquisición sobre una entidad de crédito¹⁰⁵, una compañía de seguros¹⁰⁶, una empresa de servicios de inversión¹⁰⁷, sobre determinadas

¹⁰⁴ Aunque no lo diga expresamente, debería entenderse que la referencia a la «resolución» incluye igualmente el transcurso del plazo para resolver sin que haya recaído resolución expresa, cuando la norma prevea el silencio positivo. Por otra parte, las resoluciones administrativas (expresas o presuntas) están sujetas a posibles recursos ante la jurisdicción contencioso-administrativa, sin que la norma aclare si, en caso de recurso frente a una resolución desestimatoria, el plazo de tres meses debe contarse desde que recaiga sentencia firme confirmando el criterio de la administración. Ante el silencio de la norma, la literalidad de la misma implica que el oferente estará obligado a reducir su participación (o resolver el pacto, acuerdo o concierto) desde que recaiga resolución administrativa (expresa o presunta), con independencia de la interposición de los recursos jurisdiccionales que procedan.

¹⁰⁵ Conforme a lo previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de entidades de crédito (Título VI), la adquisición de una participación significativa en una entidad de crédito (participación igual o superior al 5%) o el incremento de dicha participación hasta el 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 40%, 50%, 66% o 75%, deberá ser comunicada previamente al Banco de España, que dispondrá de un plazo de tres meses para oponerse a la operación. La adquisición no podrá efectuarse hasta que el Banco de España no haya manifestado de forma expresa o presunta (por silencio administrativo) su no oposición a la operación notificada.

¹⁰⁶ De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 22 del texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, la adquisición de una participación significativa en una entidad aseguradora (participación igual o superior al 10%) o el incremento de dicha participación hasta el 20%, 33% o 50%, deberá ser comunicada previamente a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, que dispondrá de un plazo de tres meses para oponerse a la operación. La adquisición no podrá efectuarse hasta que la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones no haya manifestado de forma expresa o presunta (por silencio administrativo) su no oposición a la operación notificada.

¹⁰⁷ El artículo 69 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores establece un régimen de notificación previa a y no oposición por parte de, la CNMV para la adquisición de una participación significativa (al menos un 5%) o su incremento hasta el 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 40%, 50%, 66% o 75% en una empresa de servicios de inversión. Sin embargo, en este caso, el plazo de la CNMV para pronunciarse es de tres meses.

compañías que operan en el sector energético¹⁰⁸ o en una sociedad concesionaria del servicio de televisión privada¹⁰⁹.

¹⁰⁸ La adquisición de una participación superior al 10% de una sociedad que, por sí o por medio de otras que pertenezcan a su grupo de sociedades, desarrolle actividades que tienen la consideración de reguladas en el sector energético o actividades que estén sujetas a una intervención administrativa que implique una relación de sujeción especial, tales como centrales térmicas nucleares, centrales térmicas de carbón de especial relevancia en el consumo de carbón de producción nacional, o que se desarrollen en los sistemas eléctricos insulares y extrapeninsulares, así como las actividades de almacenamiento de gas natural o de transporte de gas natural por medio de gasoductos internacionales que tengan como destino o tránsito el territorio español eléctrica, requerirá la autorización previa de la Comisión Nacional de la Energía, conforme a lo dispuesto en la disposición adicional undécima, tercero, 1, decimocuarta de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos.

¹⁰⁹ El artículo 21 de la Ley 10/1988, de 3 de mayo, de Televisión Privada, establece un régimen de notificación previa y no oposición administrativa para la adquisición o incremento de participaciones significativas (5% o múltiplos de dicha cantidad) en sociedades concesionarias del servicio público de televisión privada.

VII

MODALIDADES DE OPA EN EL MARCO DE UNA OPERACIÓN DE *PUBLIC TO PRIVATE*. LA OPA VOLUNTARIA

1. Planteamiento

La OPA voluntaria es aquella que no resulta obligatoria de acuerdo con lo establecido por la Ley del Mercado de Valores¹. En concreto, su artículo 61 establece que «*las ofertas públicas de adquisición de acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo voluntario, deberán dirigirse a todos sus titulares, estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este Capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferior al total*».

La norma legal vigente, es, en esta definición general, muy similar a la norma derogada². En efecto, la única diferencia es que en la norma ahora vigente se hace una referencia, antes innecesaria ya que no constituía

¹ Tal y como anteriormente se ha comentado, la OPA obligatoria procede cuando un oferente y personas concertadas con él hayan tomado el control de una sociedad cotizada. De hecho, la OPA definida en la Directiva de OPAs es una OPA obligatoria, total y a posteriori, a precio equitativo. En relación con el modelo de oferta pública de adquisición definido por la Directiva de OPAs, vid. L. DE CARLOS BERTRÁN y C. DE CARDENAS, *Directiva de OPAs*, op. cit., pgs. 231-238.

² Para un análisis doctrinal de la OPA voluntaria en la legislación derogada, vid. C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 75-76; J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, *Artículo 8.- Ofertas públicas de adquisición voluntarias*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 203-223; y F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 654-656.

una especialidad de las OPAs voluntarias³, a la posibilidad de OPAs parciales.

El principio es, por tanto, igual al de la normativa derogada: una OPA será voluntaria cuando no exista obligación legal de formularla sino que obedezca a la libre decisión del oferente. Sin embargo, el diferente régimen de OPA obligatoria y, en especial, su carácter de OPA *a posteriori*, ha obligado al regulador a configurar un tipo de OPA voluntaria con perfiles propios y no aplicables a la OPA obligatoria. De la misma manera, el hecho de que la OPA voluntaria pretenda la adquisición de una participación en la sociedad objetivo y el que la obligación de presentar OPA venga determinada por el control del oferente sobre la misma, definido –con carácter general– como la titularidad de un 30% de los derechos de voto, ha obligado al establecimiento de normas de coordinación entre OPAs voluntarias y obligatorias que (i) aclaren el régimen jurídico en supuestos en que con la presentación de una OPA voluntaria se adquiera el control de la sociedad cotizada y (ii) contribuyan, en la medida de lo posible, a economizar el procedimiento, evitando OPAs innecesarias por redundantes⁴.

En este sentido, el párrafo segundo del artículo 61 de la Ley del Mercado de Valores establece que *«la oferta obligatoria contemplada en el artículo 60 de esta Ley no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos recogidos en el presente Capítulo»*.

Por su parte, el artículo 8.f) del Real Decreto 1066/2007 prevé que cuando el control se haya alcanzado tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores y, por tanto, cuando no se trate de una oferta parcial

³ El artículo 1.3 del Real Decreto 1197/1991 establecía, por ejemplo, que *«Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 25% del capital de la sociedad, la oferta deberá realizarse por un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada»*. Para un análisis sobre las ventajas e inconvenientes de las OPAs parciales, vid. A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pgs. 139-143.

⁴ La coordinación entre OPAs voluntarias y OPAs obligatorias se plantea en el artículo 61 de la Ley del Mercado de Valores y se desarrolla en el artículo 11 del Real Decreto 1066/2007 que se comenta posteriormente en este trabajo.

(admisible sólo en el caso de OPAs voluntarias), no será necesaria la presentación de una OPA obligatoria siempre que la oferta haya sido formulada a precio equitativo o, alternativamente, haya sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 50% de los derechos de voto a los que la oferta se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta.

El primero de los supuestos planteados, no requiere de análisis adicionales. En efecto, se trata del caso más evidente en el que la OPA voluntaria ha sido presentada siguiendo la totalidad de los requisitos exigibles a la OPA obligatoria y, singularmente, el precio y el número de valores al que debe extenderse la misma: precio equitativo y dirigida a la totalidad de los valores que den derecho a voto en la sociedad afectada, en los términos anteriormente señalados.

El segundo, supone la introducción de una presunción legal, anteriormente comentada, en un intento de simplificar y reducir los costes de transacción de estas operaciones: legalmente se asume que la oferta voluntaria protegió suficientemente los intereses de los accionistas de la sociedad afectada cuando más del 50% de ellos la hayan considerado satisfactoria. A estos efectos, aclara el Real Decreto 1066/2007 que no se considerarán los valores de la sociedad afectada que (i) sean titularidad del oferente o de personas que actúen en concierto con él, ni (ii) los valores propiedad de accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente en relación con la oferta. Estos acuerdos que, como se ha tenido la oportunidad de comentar anteriormente, serán habituales en el caso de las ofertas públicas voluntarias, podrán tener un contenido diverso que se comenta en el capítulo 3.

Las ofertas voluntarias serán, además, frente al carácter residual que tenían en la normativa derogada, frecuentes en el nuevo régimen de OPAs. En efecto, será habitual, en la práctica, que los inversores que pretendan la adquisición de una sociedad cotizada –especialmente en operaciones de

public to private— no quieran (o incluso, no puedan⁵) asumir el riesgo financiero de adquirir un porcentaje accionarial sin obtener, finalmente, el control efectivo (en términos de mayoría de derechos de voto y no simplemente de una participación igual o superior al 30% de los mismos) de la sociedad objetivo. En todos estos supuestos, en que procedía la OPA *a priori*, que era la configurada como obligatoria en la normativa derogada, no es adecuada la OPA obligatoria *a posteriori* definida por la nueva.

Es muy posible que, por los argumentos expuestos, éste pase a ser el tipo de OPA más utilizado en tomas de control por parte de entidades de *private equity*, por lo que resulta especialmente importante el estudio de la delimitación de su régimen jurídico, su proceso de ejecución hasta el anuncio de la presentación de la oferta y la coordinación entre OPAs voluntarias y obligatorias.

2. Régimen jurídico de las ofertas de adquisición voluntarias

2.1. SUJETO

El oferente de una OPA voluntaria se define por exclusión. Es decir, podrán formular una OPA voluntaria todas aquellas personas que no sean titulares ni se les atribuya, de acuerdo con los artículos 4 y 5 y concordantes del Real Decreto 1066/2007, una participación de control en la sociedad afectada y, en concreto, podrán formular una OPA voluntaria:

- (i) El oferente al que no se le atribuya una participación de control, por no ser titular de participación alguna o, siendo titular de una participación inferior al 30%, por no haber designado en los veinticuatro meses siguientes a la fecha de adquisición de dicho porcentaje inferior un número de consejeros que, sumados, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad del consejo de la sociedad afectada.

⁵ Es frecuente que en compras fuertemente apalancadas, las entidades financiadoras condicionen su financiación a la obtención del control de la sociedad objetivo. Sólo de esa forma será posible garantizar que se obtiene un flujo de rentas suficiente (por ejemplo, mediante la adopción de decisiones relativas a la distribución de dividendos) para hacer frente al repago de la deuda de adquisición.

(ii) El oferente que, a la entrada en vigor del nuevo régimen de OPAs (13 de agosto de 2007) poseyera, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto superior al 50%⁶.

(iii) El oferente que, con posterioridad a la entrada en vigor del nuevo régimen de OPAs (13 de enero de 2007) haya adquirido una participación

⁶ La cuestión que suscita más dudas es la relativa a las implicaciones de que el oferente, a la entrada en vigor de la nueva normativa de OPAs, ya controlase un porcentaje de entre el 30% y el 50% de la sociedad afectada. A este respecto, la disposición adicional primera del Real Decreto 1066/2007, establece que «(...) quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición obligatoria, sujeta a los términos, condiciones y excepciones establecidos en el presente Real Decreto para las ofertas públicas obligatorias recogidas en el capítulo II, cuando, con posterioridad a la entrada en vigor de la indicada Ley, se dé alguna de las siguientes circunstancias: (a) Que adquiriera en un solo acto o en actos sucesivos acciones de dicha sociedad hasta incrementar su participación en, al menos, un 5 por 100 en un período de doce meses; (b) Que alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50 por 100».

Pues bien, la sociedad NEFINSA, titular del 43,37% del capital social de URALITA, anunció con fecha 11 de septiembre 2007 una OPA voluntaria sobre el 100% de las acciones de URALITA, a un precio de 7 euros por acción, considerado como precio equitativo de acuerdo con una *fairness opinion* emitida por el Banco de Santander. La OPA se condicionaba a que, como resultado de la oferta, NEFINSA alcanzase una participación final en URALITA de, al menos, el 50,01% de su capital social (hecho relevante de 11 de septiembre de 2007).

Con fecha 23 de octubre de 2007, NEFINSA publicó un nuevo hecho relevante por el que comunica la supresión de la condición a la que estaba sujeta la efectividad de la OPA, manteniendo, sin embargo, su carácter de voluntaria (de forma que, «tras su liquidación, NEFINSA quedará fuera del ámbito de aplicación de la disposición adicional de la Ley 6/2007 y de la disposición adicional primera del Real Decreto de OPAs, por haber formulado una Oferta con todos los requisitos exigidos por el Derecho vigente para las ofertas obligatorias») y el aumento de la contraprestación ofrecida a 7,06 euros por acción.

Estas modificaciones en las condiciones de la oferta que, sin duda, fueron realizadas a solicitud de la CNMV, carecen, en mi opinión, de otra explicación que la de entender que el régimen de la disposición adicional primera es independiente del régimen general establecido en el Real Decreto 1066/2007. En efecto, salvo por lo que se refiere a la modificación en el precio, la oferta voluntaria no requeriría de una subsiguiente oferta obligatoria, según el artículo 8.f) del Real Decreto 1066/2007 cuando la OPA voluntaria hubiera sido formulada a precio equitativo o que más del 50% de los derechos de voto cuya titularidad correspondiera a los accionistas distintos del oferente o de las personas concertadas con él o que hubieran alcanzado con el cualquiera otro tipo de acuerdo relativo a la oferta, aceptaran la oferta.

Por su parte, la disposición adicional citada establece la necesidad de OPA obligatoria cuando se adquiere un 5% en doce meses o se eleve la participación por encima del 50% de los derechos de voto de la sociedad. Pues bien, la CNMV ha interpretado que el régimen de la disposición adicional primera del Real Decreto 1066/2007, más restrictivo que el ordinario, es aplicable con carácter preferente a las ofertas que pretendan elevar la participación —en los términos señalados— de oferentes que tengan la titularidad de derechos de voto de entre el 30 y el 50% a la entrada en vigor de la nueva normativa.

de control mediante (i) una OPA obligatoria, (ii) una OPA voluntaria a precio equitativo sobre el 100% de las acciones de la sociedad afectada o (iii) una OPA voluntaria sobre el 100% de las acciones de la sociedad afectada que hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 50% de los derechos de voto a los que la oferta se hubiera dirigido, con las exclusiones antes comentadas.

2.2. OBJETO

El objeto será, al igual que en la OPA obligatoria, las acciones de la sociedad objetivo que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto así como los derechos de suscripción de acciones y las obligaciones convertibles y canjeables en ellas o en otras obligaciones convertibles o canjeables.

La OPA voluntaria puede, a diferencia de la OPA obligatoria, extenderse a la totalidad o a parte de los valores que, directa o indirectamente, otorguen derechos de voto en la sociedad objetivo. Sin embargo, este supuesto está limitado, en la práctica, a los casos en que el oferente no vaya a alcanzar, a resultas de la misma, una participación de control (i.e., el 30% de los derechos de voto de la sociedad afectada) o a quien, ostentando ya una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria.

Por tanto, la oferta parcial sólo será posible, lógicamente, cuando el porcentaje de derechos de voto al que va dirigida más los que, en su caso, ya se posean, sea inferior al 30%, cuando la participación previa fuese superior al 30% sin estar obligado a formular una OPA obligatoria (por ejemplo, por haber adquirido dicha participación tras haber formulado una OPA por el 100% a precio equitativo) o, en virtud de la disposición adicional primera del Real Decreto 1066/2007, si a 13 de agosto de 2007 ya se poseía una participación superior al 50% de los derechos de voto en la sociedad afectada.

En cuanto a las reglas de distribución y prorrateo, imprescindibles en el supuesto de OPAs parciales, se describen en el artículo 38 del Real

Decreto 1066/2007 en términos similares a las contenidas en el artículo 29 del derogado Real Decreto 1197/1991⁷.

2.3. PRECIO

Las OPAs voluntarias no deben formularse necesariamente al «precio equitativo» definido en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, pudiendo realizarse al que libremente determine el oferente.

Ahora bien, tal y como se ha señalado anteriormente, en caso de que la oferta voluntaria no se formule al precio equitativo y el oferente adquiera una participación de control a resultas de la misma, vendrá obligado a formular, a continuación, una OPA obligatoria a dicho precio, salvo que la oferta voluntaria se hubiera dirigido a la totalidad de los valores y hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, con las exclusiones antes comentadas.

3. Condiciones de la oferta

3.1. ANTECEDENTES

La introducción de una condición dentro de una relación obligatoria «*responde a un intento empírico de las partes, que puede ser descrito como el interés en que la estructura obligacional sólo se produzca a partir de un determinado supuesto*»⁸.

⁷ Para un comentario sobre la norma derogada que, en general, dada su similitud en cuanto al procedimiento con la vigente, sigue siendo de utilidad, vid. J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 29.- Reglas de distribución y prorrateo*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. II, pgs. 567-574.

⁸ El artículo 1114 del Código Civil, situado en la sección primera (de las obligaciones puras y condicionales), del capítulo tercero (de las diversas clases de obligaciones), del título primero (de las obligaciones) del libro cuarto (de las obligaciones y contratos), establece que, en las obligaciones condicionadas suspensivamente, la adquisición de los derechos dependerá del acontecimiento en que consista la condición. «*La norma citada, con precedente inmediato en el artículo 1.031 del Proyecto de 1851 (a cuyo tenor, la condición es suspensiva cuando su efecto suspende el cumplimiento de la obligación hasta que se verifique o no el acontecimiento) y en el 1.183 del Código francés, lo que hace es suspender la eficacia de la relación de obligación condicionada, de modo que los efectos jurídi-*

Se caracteriza por tratarse de un hecho-futuro e incierto (artículo 1.113 del Código Civil) cuya realización no puede depender de la voluntad de las partes y, en particular, en el supuesto de una oferta pública de adquisición de valores, de la voluntad del oferente (artículo 1.115 del Código Civil⁹), sin que por tal se entienda el sometimiento a la decisión de un órgano social de la sociedad afectada.

Son frecuentes en los mercados internacionales, tanto europeos como latinoamericanos, las ofertas públicas condicionadas a una multitud de supuestos (sin otra limitación que la legalidad y la validez de la condición) en que desarrollan su actividad empresas españolas.

En efecto, el derecho comparado admite con amplitud la presentación de ofertas condicionadas al acaecimiento de un evento futuro o incierto.

Así, por ejemplo, tanto el *Takeover Code* inglés (en su *Rule 13*) como los ordenamientos jurídicos italiano, francés, alemán, suizo y belga, admiten las ofertas públicas de adquisición de valores sometidas a condición, aunque con amplitud desigual. De la misma forma se admiten en el derecho norteamericano.

Es expresión de este hecho la existencia de condiciones en las ofertas públicas de adquisición presentadas por BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA sobre BANCOMER (México) o BANCA NAZIONALE DEL LAVORO (Italia) o por BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO sobre ABBEY NATIONAL BANK (Reino Unido).

cos de la misma, en los lados activo y pasivo, no sean exigibles sino cuando se cumpla el suceso futuro e incierto en que consista la condición» (Sentencia del Tribunal Supremo de 18 de mayo 2005 [RJ 2005, 4080]).

En relación con la doctrina civil de la condición, vid. X. O'CALLAGHAN MUÑOZ, *Código Civil comentado y con jurisprudencia*, Ed. La Ley, 2006, pgs. 1106-1118.

⁹ «Una tendencia favorable a ser merecedora de una interpretación restrictiva, dando lugar con ello a la distinción entre condiciones puramente potestativas y simplemente potestativas, basadas, de modo respectivo, en la pura arbitrariedad y en la valoración de otros intereses, más o menos complejos, y así, la jurisprudencia se ha hecho eco de proclamar como condición "no invalidante" aquella en que la voluntad del deudor depende de un conjunto de motivaciones e intereses que, actuando sobre ella, influyen en su determinación, aun cuando estén confiadas a la sola valoración del interesado» (Sentencia del Tribunal Supremo de 13 de febrero de 1999 [RJ 1999, 1007]). En el mismo sentido, Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de diciembre 1993 (RJ 1993, 9830).

El artículo 13 de la Directiva de OPAs se limita a señalar que los Estados miembros establecerán normas sobre las condiciones permitidas, pero sin incluir, sin embargo, un elenco de condiciones generalmente admisibles.

En nuestro país, la anterior redacción del artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores reconocía, expresamente, la posibilidad de que una oferta pública estuviera sujeta a condiciones, dejando al desarrollo reglamentario la concreción de las condiciones admisibles. En desarrollo de esta previsión legal, el Real Decreto 1197/1991 hizo en su artículo 21.1, bajo la rúbrica «irrevocabilidad y condiciones de la oferta», un desarrollo restrictivo y criticado por la doctrina, por innecesario y contrario a la práctica del mercado europeo, por cuanto establecía que no habría lugar a la «cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en el Real Decreto¹⁰».

La redacción del artículo citado suponía, de forma implícita, la asunción de un principio de no condicionabilidad de la oferta salvo en los casos expresamente previstos en el Real Decreto 1066/2007¹¹.

La opinión de la CNMV hasta el año 2003 fue, como posteriormente se comenta, contraria a la admisibilidad de las ofertas condicionadas excepto su sujeción a la condición de un porcentaje mínimo de aceptaciones¹², y la aprobación de la operación por los organismos de defensa de la competencia españoles.

¹⁰ Anteriormente, al referirme a las condiciones a que podía estar sujeta una OPA obligatoria, hice una descripción de la polémica doctrinal que motivó la negativa de la CNMV a la aceptación de una OPA condicional. Con anterioridad a esa polémica, la admisibilidad de las OPAs condicionales había sido ya objeto de atención por nuestra doctrina: así, hubo pronunciamientos favorables: C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., pg. 120; E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, modificación y cese...*, op. cit., pg. 915. En contra J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 24.- Desistimiento y cese de efectos de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. II, pgs. 507-522.

¹¹ El principio general en derecho español es el de revocabilidad de la oferta. E. M. MARTÍNEZ GALLEGU, *La formación del contrato a través de la oferta y la aceptación*. Ed. Marcial Pons, 2000, pgs. 60-63. Sólo excepcionalmente cabe la renuncia a dicho derecho de revocación. E. M. MARTÍNEZ GALLEGU, *La formación...* op. cit., pgs. 66-69.

¹² El artículo 13.2 del Real Decreto 1066/2007 establece que las ofertas voluntarias podrán sujetarse a la condición de su aceptación por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada, añadiendo el artículo 33.3 del

Sólo a partir del año 2003, con la reforma operada por el Real Decreto 432/2003, se admitió un tercer tipo de condiciones: el sometimiento de la oferta a condiciones «cuyo cumplimiento implica la adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada»¹³. El objetivo de esta norma era permitir el sometimiento de la oferta a la condición de eliminación de los denominados «blindajes estatutarios» que habían sido, precisamente, el objeto de la controversia en el caso de la OPA de TXU EUROPE (ESPAÑA), filial de una compañía eléctrica estadounidense, sobre HI-DROELÉCTRICA DEL CANTÁBRICO¹⁴.

3.2. RÉGIMEN VIGENTE

En la actualidad, la normativa amplía las condiciones jurídicamente admisibles, aunque en relación con las OPAs voluntarias. En este sentido,

mismo texto legal que las referidas ofertas quedarán sin efecto cuando no hayan sido aceptadas por el referido número mínimo de valores, salvo cuando el oferente renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos. En el mismo sentido, el artículo 24 del Real Decreto 1197/1991 establecía el cese de efectos de la oferta cuando no fuese aceptada por el volumen mínimo de capital al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente, en fase de liquidación, renunciase a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos. Este precepto es criticado por E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, modificación y cese...*, op. cit., pgs. 912 y 913. Por su parte, el artículo 15 del Real Decreto 1197/1991 establecía que la diferencia entre el número máximo y mínimo de valores objeto de la oferta debía ser igual o superior al 20% del referido número máximo (vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 683-684), de tal forma que, en la práctica, ello suponía que ninguna oferta podía condicionarse a la adquisición de más del 80% del capital social de la sociedad afectada (asumiendo que se trata de una oferta sobre el 100%). Esta limitación ha desaparecido en la nueva normativa de OPAs lo que permitiría, y seguramente así será en la práctica, elevar el porcentaje al que se someta la eficacia de la oferta al 90% para que en caso de éxito, entren en juego las reglas de las compraventas forzosas.

¹³ Para un comentario sobre el origen y la polémica suscitada, vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 684-685 y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales...*, op. cit., pgs. 105-107. En el mismo sentido, el mismo autor, en ¿Cabe formular una OPA bajo condición? A propósito de una polémica reciente en AAVV, *Derecho de Sociedades*. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero, Madrid, 2002, Vol. III, pgs. 2691 y ss.

¹⁴ A esta operación se hace referencia en la Memoria 2000 de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, pg. 49. Como resultado de la resistencia de la CNMV sometida a dicha condición «al presentar otra Compañía eléctrica, UNIÓN FENOSA, una oferta que contaba con el compromiso previo de varios accionistas de eliminar las medidas citadas y que, además, suponía una mejora de las condiciones económicas».

el artículo 13.2 del Real Decreto 1066/2007, señala que «las ofertas voluntarias podrán sujetarse a las siguientes condiciones, [los relacionados en el artículo citado] siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación» para, a continuación, enumerar genéricamente las condiciones admisibles¹⁵:

- (i) Aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la junta general de accionistas de la sociedad afectada.
- (ii) Aceptación de la oferta por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada.
- (iii) Aprobación de la oferta por la junta general de la sociedad oferente.
- (iv) Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la CNMV.

Además, serán aplicables tanto a ofertas voluntarias como obligatorias, la autorización de la adquisición por las autoridades de defensa de competencia y/o por otros organismos supervisores¹⁶.

Como consecuencia de la modificación en la normativa de defensa de la competencia, tal y como se ha señalado anteriormente, la presentación de la solicitud de autorización a los órganos de defensa de la competencia españoles no produce el efecto de suspender la oferta. De esta forma ni cuando la autoridad competente para analizar la concentración sea la Comisión Europea ni cuando lo sea la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia española, la presentación de la solicitud de autorización tendrá como efecto la suspensión de la oferta, salvo solicitud y concesión expresa por dichas autoridades.

¹⁵ La regulación de las condiciones a las que se puede someter la oferta se incluye en el artículo 13.2 del Real Decreto 1066/2007, bajo la rúbrica «ofertas voluntarias».

¹⁶ Estas condiciones son aplicables tanto a ofertas voluntarias como obligatorias, como la propia dicción del artículo 26.1 del Real Decreto 1066/2007 expresa con claridad: «en el caso de ofertas obligatorias y en tanto no haya recaído la correspondiente resolución, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular oferta. Asimismo, si en virtud de lo dispuesto en las letras b), c) y d) [en referencia a las condiciones], el oferente desiste de la oferta (...)».

Ante esta realidad, el Real Decreto 1066/2007 permite a los oferentes, la posibilidad de condicionar su oferta a la obtención de la autorización o a la no oposición de las autoridades de defensa de la competencia¹⁷.

De la misma forma, aunque con distintos efectos, el Real Decreto 1066/2007, en su artículo 26.2, regula la posibilidad de presentar la solicitud de autorización de la oferta sin haber solicitado ni obtenido la autorización de otras autoridades supervisoras.

En este supuesto, sin embargo, se prevé que la Comisión Nacional del Mercado de Valores «no autorizará la oferta hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición, o simple notificación, salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo».

Antes de entrar en el análisis de las condiciones que la nueva normativa considera admisibles en el caso de ofertas voluntarias, es conveniente dedicar unas líneas a comentar un supuesto, cuya naturaleza fue objeto de disputa doctrinal en vigencia de la normativa derogada y que, sin embargo, no se incluye como condición por la nueva normativa. Se trata de las ofertas condicionadas porque su contraprestación consistía en acciones a emitir por el oferente en base a que el artículo 10.5 del Real Decreto 1197/1991 permitía que la contraprestación ofrecida consistiera, total o parcialmente, en valores a emitir por la sociedad oferente¹⁸. En relación

¹⁷ Aunque se trata de una solución acorde con lo establecido por la normativa de defensa de la competencia, es sólo una de las posibles. Vid. la solución diferente del *Takeover Code* inglés en su *Rule 13*.

¹⁸ Se cerró, de esta forma, la vieja polémica suscitada con ocasión de la OPA que el Banco de Bilbao realizó sobre las acciones del Banco Español de Crédito en noviembre de 1987. Esta OPA fue denegada por las juntas sindicales de las Bolsas de Valencia, Barcelona y Madrid precisamente al considerar que no cabía realizar ofertas en las que la contraprestación consistiera en acciones a emitir por el oferente: «se razonaba que en tal caso la eficacia de la oferta se sometía a una decisión de la propia sociedad (la de aumentar el capital), y que por lo tanto no era una oferta irrevocable, ya que podía ser hecha ineficaz por un acuerdo de la misma sociedad oferente».

Para un análisis de aquella oferta, vid. *La OPA del Banco Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987, en el que se recogen los dictámenes de F. SÁNCHEZ CALERO, A. ROJO, J. M. GONDRA ROMERO, A. SÁNCHEZ ANDRÉS, J. GISPERT, J. M. OTERO LASTRES y M. ARAGÓN; E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Consideraciones sobre la OPA...*, op. cit., pgs. 597 y ss. A favor de la posición adoptada entonces por las juntas de tres de las cuatro bolsas españolas, vid. J. ZURITA y SAENZ DE NAVARRETE, *La oferta pública de adquisición...*, op. cit., pgs. 1114 y ss.

con este supuesto se plantearon dos cuestiones: (i) la actuación de los administradores de la sociedad oferente y la responsabilidad en que pudieran incurrir en relación con la emisión y (ii) las consecuencias de que la junta general de accionistas no acordara la emisión de acciones u otros valores o lo hiciera en unos términos o condiciones distintos a los contenidos en el folleto de la OPA en cuestión.

En relación con la primera de las cuestiones, la actuación de los administradores debía ser consistente con la oferta aprobada y presentada.

Nada estableció el Real Decreto en este caso. Sin embargo, resulta evidente que los administradores responderán por los daños y perjuicios causados a terceros (especialmente los aceptantes de la OPA posteriormente ineficaz) al haber frustrado sus expectativas. Difícil nos pareció, sin embargo, entonces que se pudiera fundamentar con éxito la exigencia de dichas responsabilidades en importe superior al del reembolso de los gastos en que los destinatarios de la oferta hubieran podido incurrir.

Caso distinto es el de que el acuerdo que, en su caso, hubieran suscrito el oferente o personas que actúen en concierto con él, previera una cláusula de penalidad por no haber actuado diligentemente en relación con la convocatoria de la junta general o, simplemente, para el supuesto de decisión contraria de dicha junta¹⁹. Por lo que se refiere a las consecuencias sobre la oferta, supondrá su frustración salvo en el caso de que los administradores tuvieran, de hecho, el control de la misma, en cuyo caso los aceptantes podrían instar judicialmente su cumplimiento ex artículo 1119 del Código Civil²⁰.

Pues bien, el Real Decreto 1066/2007 no incluye el régimen jurídico aplicable a este supuesto al regular las OPAs condicionadas, sino al refe-

¹⁹ Es un supuesto muy habitual en otras jurisdicciones (Reino Unido o Estados Unidos) y mucho menos en España. Aunque no se trata de un supuesto de emisión de acciones sino de aprobación por la junta general de la sociedad oferente, este supuesto se planteó en el acuerdo entre YELL y TELEFÓNICA en relación con la OPA sobre TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INFORMACIÓN y, ya en vigencia de la nueva normativa, en el caso de la OPA de IMPERIAL TOBACCO sobre ALTADIS.

²⁰ «Se tendrá por cumplida la condición cuando el obligado impidiere voluntariamente su cumplimiento». En este sentido, las condiciones potestativas no suponen la nulidad del negocio, sino la obligación de su cumplimiento por quien la puso (sentencia del Tribunal Supremo de 6 marzo de 1989 [1989, 1998]).

rirse a las contraprestaciones ofrecidas (artículo 14 del Real Decreto 1066/2007). En mi opinión, sin embargo, se trata de una auténtica condición y, por ello, paso a analizarla a continuación.

4. Ofertas que admiten el sometimiento de su eficacia al acuerdo de emisión de valores por la sociedad oferente

4.1. PLANTEAMIENTO

Quizá la razón que ha llevado al legislador a no considerar este supuesto como una condición sea porque sólo tiene esa naturaleza en un supuesto específico: cuando el oferente pueda ofrecer en contraprestación exclusivamente las acciones que emite ya que, en el supuesto de que deba ofrecer como alternativa una contraprestación en efectivo, no se tratará de una condición para la eficacia de la oferta toda vez que ésta no dependerá de su cumplimiento. En efecto, en caso de que la junta de accionistas de la sociedad oferente no fuera convocada por los administradores o, simplemente, decidiera no acordar la ampliación de capital, el oferente siempre podría hacer frente a la oferta con la contraprestación alternativa en efectivo ofrecida.

Por tanto, la condición sólo tendrá eficacia jurídica en los supuestos en que ésta sea la única contraprestación ofrecida. Pues bien, el Real Decreto 1066/2007, en su artículo 14 establece que se deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido, en los siguientes supuestos:

(i) Cuando el oferente o las personas con las que actúe concertadamente hayan adquirido en efectivo, en los doce meses previos al anuncio de la oferta, valores que confieran el 5% o más de los derechos de voto de la sociedad afectada.

(ii) Cuando se trate de una oferta obligatoria por haber alcanzado el control.

(iii) En casos de permuta, salvo que los valores que se ofrezcan en canje coticen en algún mercado secundario español o de otro Estado miembro de la Unión Europea, o sean valores a emitir por la propia sociedad oferente, siempre que estén admitidos a negociación o respecto de los que el oferente asuma el compromiso expreso de solicitar su admisión a negociación en un plazo máximo de tres meses a partir de la publicación del resultado de la oferta. En este supuesto, el Real Decreto añade: «no obstante, se

habrá de incluir posteriormente una contraprestación o precio en efectivo si la sociedad oferente no aprueba la emisión de los nuevos valores».

Esta última previsión no puede querer decir, como sería posible deducir de su redacción literal, que cuando se ofrezcan valores de nueva emisión exista, en todo caso, la obligación de ofrecer una contraprestación en efectivo para el supuesto de que la junta general no acuerde la emisión, sino que ante la decisión contraria de la Junta y con la finalidad de evitar la frustración de la oferta, el oferente tendrá la posibilidad de ofrecer una contraprestación equivalente en dinero.

(iv) También existirá obligación, en este caso «sobrevvenida», de ofrecer una contraprestación alternativa en dinero en los supuestos en los que, durante el período de la oferta pública, el oferente o las personas que actúen concertadamente con él hubiesen adquirido valores afectados por la oferta, conforme se describe con más detalle en el capítulo 9 siguiente.

Por tanto, sólo se podrá ofrecer una contraprestación que únicamente consista en valores de la sociedad oferente, y sólo en estos casos operará como condición, cuando (i) se trate de una oferta voluntaria y (ii) ni el oferente (ni las personas con las que actué en concierto) hayan adquirido en los últimos doce meses un porcentaje superior al 5% en el capital de la sociedad afectada y, además, en ambos casos, que durante el período de la oferta, el oferente o las personas concertadas con él no adquieran valores afectados al margen de la oferta.

4.2. PROCEDIMIENTO

Cuando la contraprestación consista, total o parcialmente (contraprestación mixta), en valores a emitir por la sociedad oferente, conforme a lo previsto en el artículo 14.5 del Real Decreto 1066/2007, el órgano de administración deberá acordar la convocatoria de la junta general que habrá de decidir acerca de la emisión de dichos valores en la misma sesión en la que acuerde formular la oferta, salvo que cuente con autorización de la junta para emitir los valores²¹.

El anuncio de convocatoria de la junta general de accionistas deberá ser publicado con anterioridad a la del primero de los anuncios de la oferta (ex artículo 22 del Real Decreto 1066/2007) o, como máximo, en la fecha de publicación del primero de dichos anuncios. La junta deberá convocarse en primera convocatoria en el plazo de entre un mes y los cuarenta días

²¹ Esta posibilidad está expresamente prevista en el artículo 153.1 de la Ley de Sociedades Anónimas.

siguientes al primer día hábil siguiente al de la publicación del primero de los anuncios de la oferta, debiendo mediar entre la primera y la segunda convocatoria un plazo máximo de 48 horas. Si el oferente no tuviera su domicilio social en España, la convocatoria y celebración de la junta se ajustará a los requisitos establecidos en el Estado en que tenga su domicilio social.

Por otra parte, es de destacar que, solventando una vieja discusión doctrinal²² mantenida en vigencia de la normativa derogada, el artículo 60.4 de la Ley del Mercado de Valores y el 14.6 del Real Decreto 1066/2007 establecen que si la sociedad oferente tiene su domicilio social en España, se entenderá que, en estos supuestos, no existe el derecho de suscripción preferente previsto en el artículo 158 de la Ley de Sociedades Anónimas para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles...

La emisión deberá acordarse por la cuantía máxima necesaria para dar cumplimiento a la oferta presentada, y con posibilidad de suscripción incompleta (ex artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas²³).

Finalmente, en virtud de lo dispuesto en el artículo 23.3 del Real Decreto 1066/2007, el plazo de aceptación de la oferta se ampliará automáticamente, cuando proceda, de forma que entre el día hábil de la celebración

²² El artículo 10.6 del Real Decreto 1197/1991 establecía que «(...) se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el art. 158 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles». Sin embargo, dicho precepto reglamentario fue considerado, por parte de la doctrina, ilegal por su oposición a los términos del artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas y no contar con habilitación legal. Vid. J. ZURITA en el *Régimen español de la OPA: Análisis del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio en AAVV, la lucha por el control de las grandes sociedades*. Euroconsorcio Jurídico y Financiero. Deusto 1992. J. L. GARCÍA-PITA y LASTRES, *Artículo 10.- Contraprestaciones ofrecidas*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 320-323. A favor de la validez del precepto reglamentario derogado. Un planteamiento del problema de la legalidad del precepto reglamentario y de la solución que supone su inclusión en el artículo 60.4 de la Ley del Mercado de Valores con ocasión de la reforma operada por la Ley 6/2007, en J. PÉREZ RENOVALLES, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 661-662.

²³ A. ROJO, J. C. SÁENZ, R. LARA y M. J. CASTELLANO, *El aumento de capital*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo VII, vol. 2º, pgs. 405-449.

de la junta general que apruebe la emisión y el último día del plazo de aceptación medien, al menos, 15 días naturales.

5. Condiciones a que se puede someter la eficacia de las ofertas voluntarias

5.1. PLANTEAMIENTO

En primer lugar, es necesario señalar que en un sistema de OPA obligatoria *a posteriori* es lógico que este tipo de ofertas no se puedan someter a condición. En la medida en que, como se ha señalado, la normativa de OPAs tiene como principio inspirador la protección de la igualdad de trato entre todos los accionistas²⁴ y que la OPA obligatoria presupone la previa adquisición firme de valores sin condición alguna, ha de darse el mismo tratamiento a los accionistas a los que se dirige la oferta que a los que se les ha adquirido previamente su participación sin sometimiento a condición alguna.

Con base en la misma línea argumental, si una vez presentada una OPA voluntaria, el oferente adquiere valores de la sociedad afectada, dicha adquisición determinará la eliminación de la condición de obtención de un número mínimo de aceptaciones «y de cualquier otra que se hubiera establecido» (artículo 32.3 del Real Decreto 1066/2007). Pese a la literalidad del precepto reglamentario, no deberán considerarse eliminadas aquellas condiciones a las que es legalmente posible someter una OPA obligatoria²⁵.

Finalmente, debe destacarse que la validez de condiciones que se señalan a continuación queda supeditada, como norma de carácter general, a que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación.

²⁴ Artículo 3.1.a) de la Directiva de OPAs. Para un comentario doctrinal, vid. L. DE CARLOS y C. DE CARDENAS SMITH, *Directiva de OPAs*, op. cit., pg. 233.

²⁵ Me refiero a la autorización de la concentración por las autoridades de defensa de la competencia y de los restantes organismos supervisores que sean competentes ex artículo 26 del Real Decreto 1066/2007.

5.2. ANÁLISIS DE LAS CONDICIONES ADMISIBLES EN LAS OPAS VOLUNTARIAS

5.2.1. Aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la junta de la sociedad afectada

En este apartado [artículo 13.2.a)], el Real Decreto 1066/2007 regula la posibilidad de que una oferta voluntaria pueda ser sometida a la adopción de determinados acuerdos por la junta general de accionistas de la sociedad afectada. En concreto, el Real Decreto recoge acuerdos de tres tipos distintos: (i) modificaciones estatutarias; (ii) modificaciones estructurales; y (iii) otros acuerdos.

(i) Modificaciones estatutarias

En relación con las modificaciones estatutarias se tratará, normalmente, de la eliminación de los denominados «blindajes estatutarios» consistentes, en la mayoría de los casos, en limitaciones en el número máximo de derechos de voto que pueda emitir un solo accionista, sociedades de su grupo o, en algunos supuestos, personas con él concertadas pero, también, en la necesidad de que se reúnan determinados requisitos para ser nombrado consejero o presidente o consejero delegado o limitaciones estatutarias para la adopción de determinados acuerdos o de asistencia a la junta general²⁶.

Este supuesto ya estaba contemplado en el antiguo régimen de OPAs, habiendo sido incorporado por el Real Decreto 432/2003 que añadió un segundo párrafo al artículo 21 del Real Decreto 1197/1991. Como ya se ha comentado, esta inclusión tuvo su origen en la polémica que se suscitó en relación con la autorización de la oferta presentada por la sociedad TXU EUROPE (ESPAÑA), filial de una compañía eléctrica estadounidense, sobre la totalidad de las acciones de HÍDROELÉCTRICA DEL CANTÁBRICO, que se sometió a la condición del levantamiento por ésta de un conjunto de medidas de blindaje que no permitían que la sociedad oferente tomara el control efectivo de la sociedad afectada. Dichas medidas consistían en la limitación máxima del derecho de voto de un solo accionista al 10% del capital, la necesidad de contar con una determinada antigüedad como accionista y consejero para ser nombrado administrador y presidente, respectivamente, y la existencia de un acuerdo de emisión de obligaciones convertibles en acciones y de *warrants* adoptada en 1992 y condicionado, en su efectividad, al lanzamiento y éxito de una OPA. La CNMV decidió

²⁶ Un comentario de estas previsiones estatutarias en A. J. RECALDE CASTELLS, *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades capitales*, Ed. Civitas, 1996.

no autorizar la oferta con dicha condición, lo que acarrió las críticas de una parte de la doctrina y, especialmente, del profesor GARCÍA DE ENTERRÍA²⁷.

En mi opinión, la posición del profesor GARCÍA DE ENTERRÍA encontraba plena justificación en consideraciones de *lege ferenda* aunque no de *lege data*, toda vez que el Real Decreto de 1197/1991 era claro al no permitir supuestos de cesación de efectos de las ofertas distintos de los específicamente previstos en el citado texto reglamentario, siendo así que en aquel momento no se incluía la admisibilidad de dicha condición.

Se trató, en todo caso, y como anteriormente se ha apuntado, de una polémica superada por la reforma del régimen de OPAs de 2003 y de una condición que desde entonces se admite²⁸.

Sin embargo, como también hacía la norma precedente²⁹, el Real Decreto 1066/2007 se refiere genéricamente a modificaciones estatutarias sin limitarlas a los «blindajes» por lo que cabría someter la eficacia de la oferta a otras modificaciones estatutarias.

(ii) Modificaciones estructurales

En este caso, el Real Decreto 1066/2007 parece referirse a las denominadas, por la doctrina mercantilista, modificaciones estructurales³⁰. Es decir, las operaciones de fusión, escisión, transformación, etc. Obvio es que, algunas de ellas puedan no tener sentido en el contexto de una oferta pública

²⁷ J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales...*, op. cit., pgs. 405-138 (pg. 138).

²⁸ L. SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, *Modificaciones introducidas en el régimen...* op. cit., pgs. 242-243.

²⁹ Pese a que la interpretación que se le dió al precepto en la práctica fue que el Real Decreto 1197/1991 se refería a los blindajes estatutarios, lo cierto es que el artículo 21.2 del referido texto legal se refería de forma genérica a la «adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada» y, por tanto, no se limitaba a los acuerdos de modificación de estatutos para la eliminación de blindajes.

³⁰ «De todos modos, y en conclusión, aunque fuera precisa una reforma estatutaria para materializar aquella ampliación, tampoco estaríamos, en mi opinión, ante el supuesto de hecho contemplado en el artículo 5 del Reglamento de OPAs. Esta afirmación se entenderá mejor si acertamos a separar lo que llamamos modificación de estatutos (domicilio, objeto, etc.) de lo que ahora se conoce con el nombre de modificaciones estructurales (fusión, escisión, transformación, en una palabra, reorganización de empresas) porque, aun cuando estas últimas no sean todavía exactamente en nuestro derecho una verdadera categoría general unitaria en el plano institucional (como sucede, por ejemplo, en Alemania tras la *Umwandlungsgesetz* de 28 de octubre de 1994), no es menos cierto que la sistemática de nuestra LSA separa el tratamiento de unas y otras modificaciones en los capítulos VI y VII, respectivamente, orientación que se acentuó después el Reglamento del Registro Mercantil, que dedica las secciones 9ª y 10ª del capítulo IV a las modificaciones estatutarias y la 1ª y 2ª del capítulo VII a las estructurales» (A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *OPA, fusión y modificación de estatutos...*, op. cit., pg. 2091).

En el mismo sentido, en cuanto al concepto de las modificaciones estructurales, vid. F. VICENT CHULIÀ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Ed. Tirant lo Blanch, 2005, pg. 486.

de adquisición de acciones. Sin embargo, es difícil pronunciarse sobre las alternativas que abre esta posibilidad y que en el futuro podrían permitir definir mejor el objeto de la OPA en la medida en que la misma pudiera condicionarse a la modificación de la estructura del grupo que el oferente pretende adquirir.

(iii) Otros acuerdos

Considerando que el consejo de administración de la sociedad afectada por la oferta tiene limitado (ex artículo 28 del Real Decreto 1066/2007) su ámbito de actuación, salvo autorización de la junta general de accionistas, corresponderá a ésta la adopción de casi cualquier decisión relevante, ya sea la adquisición o la enajenación de activos, cierre de centros fabriles o comerciales, cese parcial de actividades, etcétera.

Con esta previsión del artículo 13.2.a) del Real Decreto 1066/2007, la oferta puede someterse a la condición que la junta general de la sociedad afectada adopte cualquier tipo de acuerdo. Entre ellos, por ejemplo, el respaldo mayoritario de la oferta (aunque se trate en este caso de un acuerdo sin eficacia jurídica directa), la aprobación de decisiones estratégicas o el reparto de un dividendo en dinero o en especie (por ejemplo, para sacar del perímetro de la oferta a una sociedad filial).

5.2.2. Aceptación de la oferta por un determinado número de valores de la sociedad afectada

El apartado 1.II.d) del artículo 15 del Real Decreto³¹ 1197/1991, establecía, al regular el contenido del folleto (lo que, sistemáticamente, resultaba una ubicación poco afortunada), que el mismo debía comprender información sobre, en su caso, «el número mínimo de valores a cuya adquisición se condicione la efectividad de la oferta».

Por su parte, el apartado 2 del artículo 24 de la misma norma establecía que la «oferta quedará sin efecto cuando no sea aceptada por un volumen mínimo de capital al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente en fase de liquidación renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos».

En todo caso, la norma anterior especificaba que la diferencia entre el número máximo de valores al que se dirigiese la oferta y el número mínimo al que se hubiese condicionado su eficacia debía ser igual o superior

³¹ Para un comentario sobre el régimen legal entonces vigente, vid. A. J. TAPIA HERMIDA, *Artículo 15.- Contenido del folleto*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 411-413; C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 112-113; F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 682-684.

al 20% del referido número máximo. Así, por ejemplo, si la oferta se dirigía al 100% del capital social, la condición mínima de aceptaciones no podía nunca ser superior al 80%.

Lo habitual en operaciones de toma de control era condicionar la oferta a la adquisición de un número de valores tal que, sumados a los que ya controlara en su caso, el oferente, le permitieran alcanzar una participación superior al 50% o al 75% del capital social de la sociedad afectada. En el primer caso se pretendía obtener el control; en el segundo, permitir la consolidación fiscal entre el oferente y la sociedad afectada, de tal forma que la carga financiera soportada por el oferente se pudiera compensar, a efectos fiscales, con los beneficios operativos de la sociedad afectada. Esa solía ser, además, una condición que imponían los bancos financiadores para conceder la financiación de operaciones fuertemente apalancadas.

El Real Decreto 1066/2007 mantiene esta condición en términos más abiertos que la normativa derogada. Se permite condicionar la efectividad de la oferta a la aceptación de un número mínimo de valores de la sociedad afectada, sin limitarlo a la diferencia del 20% entre mínimo y máximo mencionada en relación con el Real Decreto derogado. Considerando que el límite mínimo para poder ejercitar la facultad de compraventa forzosa (*squeeze out*) es del 90% de aceptaciones y que siempre cabe la posibilidad de renunciar a esta condición a la finalización del período de aceptación, no parece descabellado predecir que muchas ofertas se plantearán con una condición de aceptaciones mínimas del 90%, como sucede en otros países europeos.

Únicamente conviene resaltar en este caso un aspecto que, aunque menor, llama la atención. El artículo 13.2 del Real Decreto 1066/2007 comienza, por decir, como anteriormente se ha señalado, que «las ofertas voluntarias podrán sujetarse a las siguientes condiciones, siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación». Lógicamente, el número de aceptaciones definitivo sólo puede verificarse una vez concluido el período de aceptaciones y comunicado el resultado de la oferta (ex artículo 36.2 Real Decreto 1066/2007) y no es hasta ese momento, una vez finalizado el plazo de aceptación, cuando es posible verificar su cumplimiento o, a falta de éste, la decisión sobre su renuncia, o no, a la misma. Así lo confirma el citado artículo

36.2 cuando establece: «(...) según se haya alcanzado o no, el número mínimo de valores señalados en la oferta y se hayan cumplido o no las condiciones establecidas para la eficacia de la misma (...)».

5.2.3. Aprobación de la oferta por la junta general de accionistas de la sociedad oferente

La autorización de la oferta puede condicionarse a la aprobación de la junta general de la sociedad oferente. La aprobación por dicha junta puede ser una condición impuesta por la normativa legal aplicable a la sociedad oferente, por las recomendaciones sobre gobierno corporativo, por su regulación estatutaria o, simplemente, por su propia estructura societaria.

En concreto, como frecuentemente sucede en la normativa sobre OPAs (y en otros ámbitos del derecho) esta inclusión es, desde mi punto de vista, respuesta a un problema concreto que se planteó con ocasión de la formulación de una OPA por una entidad cotizada inglesa sobre una entidad española.

De acuerdo con la normativa bursátil inglesa (las *United Kingdom Listing Rules*), una sociedad de dicha nacionalidad deberá obtener autorización de su junta general de accionistas para la presentación de una OPA cuando la inversión en la sociedad afectada represente más del 25% de la oferente respecto de alguno de los siguientes parámetros: (i) activo total; (ii) beneficios; (iii) precio / valor de la compañía oferente; o (iv) capital.

En consecuencia, para que un oferente inglés pueda presentar una OPA sobre una sociedad cotizada española, siempre que se superen los referidos umbrales, deberá contar con la autorización de su junta general de accionistas, a cuyos efectos puede seguir una de estas dos posibilidades: obtener la autorización de su junta general con carácter previo a la presentación de la OPA, o presentar la OPA sujeta a la condición de la obtención de la correspondiente autorización de la junta.

Como se ha comentado, de acuerdo con el artículo 21 del Real Decreto 1197/1991, las ofertas públicas de adquisición debían ser irrevocables y no podían estar sometidas a condiciones distintas de las admitidas por la referida norma. Entre las expresamente admitidas en el antiguo régimen de OPAs no estaba, sin embargo, la condición de obtención de la autoriza-

ción de la junta de la sociedad oferente y, en consecuencia, de acuerdo con la literalidad del referido Real Decreto, podía considerarse como una condición no admisible.

Sin embargo, la CNMV, con ocasión de la OPA formulada por la entidad inglesa YELL GROUP, a través del vehículo español MIDORINA, sobre el 100% del capital social de TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INFORMACIÓN en abril de 2006, admitió dicha posibilidad en base a una interpretación amplia del artículo 24.1.d) Real Decreto 1197/1991³².

Dicho artículo establecía que el oferente podía desistir de la oferta «cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse, siempre que se obtenga previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

De esta forma, considerando que el oferente inglés se encuentra sujeto, con carácter imperativo (por aplicación de las *United Kingdom Listing Rules*), al requerimiento de recabar la correspondiente autorización de su junta general extraordinaria de accionistas, la CNMV admitió que la no consecución de dicha autorización tendría, por aplicación analógica, la consideración de desistimiento, a los efectos del referido artículo 24.1.d)³³ del Real Decreto 1197/1991.

La CNMV ha aplicado el mismo criterio en el caso de la OPA presentada por IMPERIAL TOBACCO sobre ALTADIS que, aunque sujeta finalmente al nuevo régimen de OPAs, fue presentada bajo la vigencia de la normativa anterior³⁴.

Entiendo que el Real Decreto ha incluido expresamente este supuesto entre las condiciones admitidas para evitar la discusión doctrinal, a la que sin duda habríamos asistido, sobre su admisibilidad al amparo de la cláusula general del artículo 13.1.d) del Real Decreto 1066/2007 («cualquiera

³² Más información puede encontrarse en los hechos relevantes y el folleto presentado por MIDORINA, S.L. (www.cnmv.es).

³³ Para un comentario sobre el artículo 24.1 del Real Decreto 1197/1991, vid. J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 24.- Desistimiento y cese de efectos de la oferta*, op. cit., pgs. 507-522.

³⁴ Vid. hecho relevante de 18 de julio de 2007 en el que se hizo pública la presentación de la OPA. La junta de accionistas de IMPERIAL TOBACCO aprobó la operación en su reunión celebrada el 13 de agosto de 2007.

otra que sea considerada conforme a derecho por la Comisión Nacional del Mercado de Valores) por poderse entender que se trataba –aunque impropriamente– de una condición potestativa. Por ello, en aras de la deseable seguridad jurídica, debe valorarse positivamente la decisión de incluirla, expresamente, entre las condiciones admisibles.

Sin embargo, la técnica legislativa seguida no merece una valoración tan favorable ya que, según la literalidad del precepto reglamentario, sólo resulta aplicable a las OPAs voluntarias y no a las obligatorias, sin que se alcance a entender el por qué. Habría sido preferible que, al menos cuando se trata de una limitación derivada de la normativa aplicable al oferente, hubiera tenido el mismo tratamiento que las autorizaciones de los reguladores o supervisores en los términos previstos en el artículo 26.2 del Real Decreto 1066/2007.

5.2.4. *Cualquiera que sea considerada conforme a derecho por la CNMV*

Se trata de una cláusula de cierre de una relación que, en la intención del legislador reglamentario, constituye un *numerus apertus*, con lo que se deja un amplio margen de maniobra a la CNMV para determinar si una determinada condición es, o no, conforme a derecho.

A este respecto, conforme a lo previsto en los artículos 1115 y 1116 del Código Civil, deberán reputarse no conformes a derecho las condiciones que dependan de la exclusiva voluntad del oferente o que sean imposibles, contrarias a las buenas costumbres o prohibidas por la ley.

Además, parece necesario subrayar que, con carácter general, el cumplimiento o incumplimiento de la condición deberá ser alegado y probado por la parte que de tal circunstancia deduce el nacimiento de un derecho propio o la extinción de un derecho de la parte contraria. En el caso analizado, debe entenderse que corresponderá al oferente probar la falta de cumplimiento de una condición y, por tanto, la falta de efectos de la oferta sin que, en aplicación de la regla anteriormente enunciada, pueda considerarse «parte» a la CNMV³⁵.

³⁵ R. ÁLVAREZ VIGARAY, *Comentario al art. 1.115 Código Civil*, Ministerio de Justicia, 1991 dirigido por C. PAZ-ARES, L. DíEZ PICAZO, R. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y P. SALVADOR CODERCH.

En todo caso, será especialmente interesante seguir el desarrollo y la aplicación práctica que haga la CNMV de este precepto y ver qué tipo de condiciones adicionales son admitidas. En particular, será interesante comprobar si se admite la clásica condición de ausencia de cambios sustanciales adversos (en terminología anglosajona, «*material adverse change*» o MAC), tan habitual en las operaciones privadas y en los contratos de financiación y admitidas en la práctica bursátil de ciertas jurisdicciones, que, sin embargo, ha encontrado reticencias en otras muchas por el alto grado de discrecionalidad que comporta la verificación de su cumplimiento.

Un ejemplo de esta condición lo encontramos en la oferta pública de adquisición formulada en 2004 por BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA sobre el banco mexicano BANCOMER, cotizado en la Bolsa Mexicana de Valores y que incluía expresamente, entre otras, las siguientes condiciones:

«*Que ocurra cualquier hecho o circunstancia que afecte, o sea razonable que pueda afectar, negativamente a la economía a o las finanzas de México o del Reino de España*».

«*Que ocurra cualquier hecho o circunstancia que afecte, o sea razonable que pueda afectar, negativamente a la situación económica, financiera, a las operaciones o al mercado de los productos y servicios de BBVA o de Bancomer, así como a las de sus respectivas subsidiarias y afiliadas*».

«*Un empeoramiento del riesgo del negocio de Bancomer en México o cambios en la situación política, social, económica o financiera y/o condiciones de mercado españolas, mexicanas o fuera de estos países, que produzca un cambio adverso importante relacionado con BBVA y/o Bancomer, sus operaciones, negocios, activos, situación financiera o la negociación actual o futura de sus valores, o en general que suceda cualquier evento similar; o que ocurra o que existan indicios suficientes de que pueda ocurrir cualquier evento, incidente, desarrollo o estado de circunstancias o hechos que tenga o sea razonable esperar que tenga, individualmente o en conjunto, un efecto adverso significativo en BBVA o en Bancomer*».

Cualquiera de las condiciones señaladas (y otras similares) no dependen de la voluntad del deudor (léase del oferente) ni son imposibles, contrarias a las buenas costumbres o prohibidas por la ley y deben considerarse conformes a derecho. Sin embargo, comportan o pueden comportar un elevado grado de subjetividad (que no de discrecionalidad) en la valoración de su cumplimiento, con el consiguiente riesgo de litigiosidad, por lo

que será necesario esperar a la posición que adopta la CNMV frente a las mismas. En mi opinión, será exigible que las condiciones que se impongan, sean cláusulas tipo MAC o de otro tipo, establezcan elementos que permitan su constatación de forma objetiva de forma que reduzcan el grado de subjetividad que comportan al mínimo posible.

VIII

MODALIDADES DE OPA EN EL MARCO DE UNA OPERACIÓN DE *PUBLIC TO PRIVATE*. LA OPA POR EXCLUSIÓN

1. Planteamiento y régimen derogado

Las operaciones de *public to private* tienen como objetivo fundamental y común denominador de sus muy variadas manifestaciones la exclusión de cotización de los valores de la sociedad afectada.

La anterior redacción del artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y, en su desarrollo, el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, establecían dos posibles causas para la exclusión de negociación¹:

- (i) la exclusión de negociación porque los valores no alcanzaran los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación establecidos reglamentariamente o porque la sociedad emisora no cumpliera con las obligaciones establecidas al respecto, en especial, en materia de remisión y publicación de información²; o

¹ La normativa derogada únicamente contemplaba la posibilidad de que la OPA de exclusión fuera presentada por la propia sociedad (artículo 7 del Real Decreto 1197/1991). Para un comentario sobre las OPAs de exclusión en la normativa derogada, vid. M. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 7.- Oferta pública de adquisición en caso de exclusión de la negociación*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición...», op. cit., vol. I, pgs. 190-201; J. GUITARD MARÍN, *Principales innovaciones en el régimen...*, op. cit., pgs. 1 y ss.; F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición...*, op. cit., pgs. 648-654.

En cuanto a los antecedentes de la regulación contenida en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, vid. J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *La exclusión de la cotización oficial...*, op. cit., pgs. 329 y ss.

² Estas obligaciones están recogidas en los artículos 35, 35 bis, 35 ter, 78 a 83 quater, 116 y 117 de la Ley del Mercado de Valores, así como en su normativa de desarrollo. Para un comentario doctrinal sobre la obligación de información, vid. E. ABAD VALDENEBRO, *La información financiera...*, op. cit., pgs. 785-833; M. M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Régimen jurídico de la información y la transparencia*, op. cit., pgs. 731-784; P. OLIVERA MASSO, *Las normas de conducta...*, op. cit., pgs. 891-944; R. PALÁ LAGUNA, *La obligación...*, op. cit., pgs. 1291-1315.

(ii) a solicitud del emisor, en cuyo caso, tras valorar las circunstancias concurrentes, la CNMV podía exigir la presentación de una OPA si consideraba que la exclusión podía lesionar los legítimos intereses de los titulares de los valores³ o permitir la utilización de procedimientos alternativos a la OPA por exclusión que, a su juicio, protegieran suficientemente dichos intereses⁴.

³ En relación con los aspectos analizados por la CNMV para proteger los intereses legítimos de los accionistas de la sociedad afectada por la exclusión y, en su caso, exigir la formulación de una OPA de exclusión, vid. Informe anual de actividades de la CNMV del año 2001, pg. 65.

⁴ Dichos procedimientos consistieron, como luego se analizará con más detalle, en la presentación de una previa oferta pública de adquisición a un precio superior al que resultaba de los criterios establecidos en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, y el mantenimiento de una orden abierta en el mercado al mismo precio de la OPA formulada («oferta deslizante»).

En su memoria de actividades correspondiente al año 2001, la CNMV indica lo siguiente: «En la OPA de Compagnie Saint-Gobain se indicaba que la exclusión posterior se promovería incluso mediante una segunda OPA de exclusión. Tras la finalización de la oferta, la sociedad afectada solicitó la exclusión formulando una nueva OPA de exclusión con precio idéntico al ofrecido en la OPA anterior. Seguramente teniendo en cuenta lo anterior, Allied Domecq y Heineken plantearon las OPAs de distinta manera, destacando algunas declaraciones sobre la cotización de los valores afectados que resultaron novedosas. Aunque en ninguno de los casos se autorizó expresamente el precio por la CNMV, pues no eran OPA de exclusión propiamente dichas, ni tampoco se trataba de alguno de los supuestos que requieren reglamentariamente un pronunciamiento expreso sobre el precio por la CNMV, los oferentes manifestaron su intención de promover posteriormente la exclusión de negociación de los valores de las compañías afectadas, en un plazo breve y en función del resultado de la oferta, sin necesidad de formular una segunda OPA de exclusión.

Los promotores de las ofertas consideraron que las propias OPAs formuladas constituirían en sí mismas un procedimiento adecuado de protección para los accionistas afectados por una hipotética exclusión de sus valores, porque se dirigían a todos los valores afectados, sin límite máximo de adquisición, con precio en dinero y éste era superior el resultante del informe de valoración realizado por un experto independiente (informe en el que se emplearon los criterios de valoración generalmente aceptados y los mínimos establecidos en el Reglamento para las OPAs de exclusión).

En los primeros meses de 2002, una de las sociedades afectadas (Bodegas y Bebidas) ha solicitado la exclusión y, a la vista de las circunstancias del caso (de acuerdo con los aspectos evaluados por la CNMV), se ha iniciado el procedimiento de exclusión sin formulación de una nueva OPA, estableciendo la propia sociedad una medida de protección para los accionistas minoritarios, complementaria a la OPA ya formulada, y alternativa a la formulación de una OPA de exclusión. Esta medida consiste en el mantenimiento de una orden de compra en mercado con precio idéntico al de la OPA ya finalizada durante el período que medie hasta la efectiva exclusión de bolsa. La otra sociedad (Heineken España) también ha propuesto un procedimiento de exclusión similar, que se encuentra en espera de decisión por su junta de accionistas» (pg. 64).

La CNMV advierte en el mismo documento que «cualquiera de las manifesta-

El sujeto legitimado para promover la exclusión, en el supuesto (i) anterior, era la CNMV, por propia iniciativa o a propuesta de los organismos rectores de los correspondientes mercados secundarios oficiales⁵.

En el caso de exclusión por propia iniciativa del emisor [supuesto (ii) anterior], la normativa derogada limitaba la legitimación activa para la presentación de una OPA por exclusión o la implementación de procedimientos alternativos, a la propia sociedad cotizada. No obstante, la CNMV autorizó, primero, que los mecanismos alternativos a los que anteriormente se ha hecho referencia fueran implementados por una sociedad distinta a la sociedad afectada⁶ y, posteriormente, que la OPA por exclusión fuera presentada por una tercera entidad distinta de la afectada⁷.

ciones realizadas por los oferentes en los folletos de OPA o en cualquier otro contexto no prejuzga la decisión posterior que debe adoptar la CNMV cuando se presente la solicitud de exclusión».

⁵ Hasta el año 1980 no se preveía en el régimen español de OPAs la exclusión a instancias del emisor. Eran las juntas sindicales de las bolsas las que podían adoptar un acuerdo en dicho sentido en base al incumplimiento del deber de información (artículo 48 del Reglamento de Bolsas de 30 de junio de 1967) o por insuficiencia en la frecuencia de cotización o en el volumen de contratación (artículo 49 del mismo texto legal). La exclusión a instancias del propio emisor aparece, por vez primera, en el artículo 3 del Real Decreto 1536/1981, de 13 de julio (vid. J. ZURITA y SAENZ DE NAVARRETE, *La exclusión de la cotización oficial...*, op. cit., pgs. 329 y ss.).

⁶ Por ejemplo, la sociedad GESTIÓN DE PARQUES DE OCIO, controlada por el grupo de capital riesgo ADVENT, una vez propietaria del 90,55% de PARQUES REUNIDOS como resultado de una oferta pública de adquisición, publicó con fecha 17 de diciembre de 2003 un hecho relevante en el que anunciaba que «de acuerdo con lo señalado en el folleto informativo de la oferta, es firme intención de la Sociedad Oferente proceder a poner en el mercado una orden de compra de acciones de Parques Reunidos, S.A. al mismo precio que el ofrecido en la Oferta (6,25 euros por acción) para posteriormente solicitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la exclusión de negociación de las acciones de Parques Reunidos, S.A., sin la formulación de una nueva Oferta Pública de Adquisición. La Sociedad Oferente tiene previsto mantener dicha orden de compra hasta que se produzca la efectiva exclusión de negociación de las acciones».

Por tanto, en este caso fue la sociedad oferente y no la sociedad emisora la que mantuvo la orden de compra. Con dicha orden de compra el oferente obtuvo hasta un 96,09% del capital social de PARQUE REUNIDOS (hecho relevante de 11 de marzo de 2004) y el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la exclusión con fecha 26 de marzo de 2004.

⁷ Hasta el año 2006 se exigió por la CNMV que todas las OPAs de exclusión fueran presentadas por la propia sociedad. Sin embargo, en 2006 autorizó por primera vez, en el caso CORTEFIEL, una OPA de exclusión no formulada por el emisor, tal y como se recoge en el informe anual de la CNMV correspondiente a dicho ejercicio: «En 2006 se ha autorizado una sola OPA de exclusión, que tuvo

La oferta debía extenderse a todas las acciones afectadas por la exclusión, así como a todas las obligaciones convertibles en acciones y demás valores que dieran derecho a su suscripción o adquisición. Sin embargo, no era preciso extender la oferta a los valores cuyos titulares hubieran votado a favor de la exclusión en la junta general y que, además, los inmovilizaran hasta la finalización del plazo de aceptación de la oferta. La OPA debía formularse como compraventa y la contraprestación debía consistir exclusivamente en dinero y, además, ser expresamente autorizada por la CNMV, no pudiendo el precio ser inferior al que resultara de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los siguientes criterios referidos al momento en el que se formulara la oferta: (a) valor teórico contable de la sociedad; (b) valor liquidativo; (c) cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de exclusión; y (d) el precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que hubiese habido alguna OPA sobre dichos valores en el año anterior a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

El precio, dado que debía ser expresamente autorizado por la CNMV, fue un aspecto por el que la entidad supervisora mostró especial preocupación⁸ y respecto del que exigió normalmente la aportación de informes de valoración de expertos independientes⁹.

como objeto a Cortefiel. En este caso, y de forma novedosa, se aceptó que el oferente no fuera la propia sociedad afectada sino su accionista mayoritario en la medida en que, de forma simultánea, Cortefiel solicitó a la CNMV la exclusión de negociación teniendo en cuenta la oferta formulada por su socio de control y aportando un informe de valoración emitido por un experto independiente, que fue analizado en detalle por la CNMV. Esta oferta se formulaba tras haberse realizado en 2005 la toma de control de Cortefiel mediante otra OPA en la que se había alcanzado el 87,39% del capital» (pg. 167).

⁸ Por ejemplo, en su memoria de actividades correspondiente al ejercicio 1997, la CNMV indicaba lo siguiente: «En la tramitación de las OPAs, la CNMV dirigió su atención hacia dos aspectos esenciales para los pequeños accionistas: el análisis de la contraprestación ofrecida, en las operaciones cuyo precio es objeto de autorización expresa por la CNMV (cuatro OPAs en el ejercicio 1997) (...)» (pg. 29). En el mismo sentido, esta atención especial por parte de la CNMV en relación con el precio en las OPAs de exclusión se recogió, entre otros, en sus memorias de actividades correspondientes a los años 2001, 2002 y 2003.

⁹ En su memoria de actividades del año 1997, a modo de ejemplo, la CNMV menciona, expresamente, la práctica de exigir informes de valoración realizados por un experto independiente (pg. 29).

2. Régimen vigente

La exclusión de negociación se regula actualmente en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores, en su nueva redacción dada por la Ley 6/2007¹⁰. En dicho precepto se diferencian dos supuestos distintos: por un lado, la exclusión de cotización acordada de oficio por la CNMV a la que, por razones obvias, no se dirige este trabajo¹¹; y, por otro, la exclusión de cotización a solicitud de parte interesada, bien sea la propia sociedad o un tercero.

En relación con esta última¹², la redacción dada por la Ley 6/2007 ha dado cabida a diversos procedimientos que, sin embargo, ya habían sido admitidos por la CNMV en base a la cláusula general que permitía exceptuar la OPA por exclusión siempre que se protegieran de manera suficiente los legítimos intereses de los titulares de las acciones de la sociedad afectada¹³.

La norma establece que la exclusión de negociación deberá ser acordada por la sociedad respecto de sus propias acciones y, como regla general, que deberá promover una OPA por exclusión dirigida a todos los valores afectados. Se asimilan a la exclusión las operaciones societarias

¹⁰ El artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores ha sido recientemente modificado por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, para transponer al ordenamiento jurídico español la Directiva MiFID. Sin embargo, las modificaciones introducidas en dicho artículo no afectan al contenido de este trabajo y conservan sustancialmente, en lo que aquí interesa, la redacción dada por la Ley 6/2007.

¹¹ El artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores establece en su apartado 1 que «la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar la exclusión de la negociación de aquellos instrumentos financieros que no alcancen los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan, y de aquellos otros cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le incumban, en especial en materia de remisión y publicación de información. Sin perjuicio de las medidas cautelares que puedan adoptarse, tales acuerdos se tomarán siempre previa audiencia de la sociedad emisora (...)».

¹² «Desde el punto de vista de los elementos subjetivos, cabe reiterar que en la OPA de exclusión coincide en la sociedad afectada la condición de oferente y de sociedad emisora de los valores cuya adquisición se pretende» (M. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Artículo 7.- Oferta pública de adquisición en caso de exclusión..., op. cit., pg. 200).

¹³ Para una referencia a los supuestos de figuras afines a la OPA de exclusión bajo la anterior regulación, vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 653-654.

en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada. Será el caso, por ejemplo, de la absorción de una sociedad cotizada por una no cotizada o de la escisión de una cotizada a favor de una no cotizada.

Sin embargo, la CNMV podrá dispensar de la obligación de presentación de una OPA de exclusión en aquellos supuestos en los que mediante otro procedimiento equivalente «se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión, así como de los correspondientes a los titulares de las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción» (artículo 34.5 de la Ley del Mercado de Valores). Dicho régimen de excepciones a la obligación de formulación de una OPA de exclusión es desarrollado en el artículo 11 del Real Decreto 1066/2007, que prevé los siguientes supuestos:

(i) Cuando se den las circunstancias previstas para la aplicación del régimen de las compraventas forzosas o, lo que es lo mismo, siempre que (a) el oferente sea titular de valores que representen, al menos, el 90% de los derechos de voto tras la oferta; y (b) que la oferta hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90% de los derechos de voto a los que la oferta se hubiera dirigido. En este caso, el oferente podrá, una vez liquidada la misma, exigir a los restantes titulares de acciones su venta forzosa al mismo precio al que se hubiera formulado la oferta¹⁴.

¹⁴ El régimen de las compraventas forzosas (*squeeze-out* y *sell-out* en terminología anglosajona), contemplado en el Informe Winter (pgs. 54-68), fue incorporado en los artículos 15 y 16 de la Directiva de OPAs.

Dicha regulación fue transpuesta a nuestro derecho interno a través del nuevo artículo 60 quáter de la Ley del Mercado de Valores (introducido por la Ley 6/2007), en los términos siguientes:

«Art. 60. quáter. *Compraventas forzosas.*

1. Cuando, a resultas de una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores, en los términos de los artículos 60 y 61 de esta Ley, el oferente posea valores que representen al menos el 90% del capital que confiere derechos de voto y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto, distintos de los que ya obrarán en poder del oferente: (a) El oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo; (b) Los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo.

2. Reglamentariamente se establecerá el procedimiento y los requisitos aplicables a la compraventa forzosa a que se refiere el apartado anterior».

Dicha previsión legal fue desarrollada en el Capítulo X del Real Decreto 1066/2007, que dedica su artículo 47 a las condiciones para las compraventas forzosas y el 48 a reglamentar su procedimiento de ejecución.

(ii) Cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública.

(iii) Cuando se produzca la extinción de la sociedad mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada.

(iv) Cuando se hubiera realizado, con anterioridad, una OPA por la totalidad del capital de la sociedad afectada en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y (a) se justifique que el precio se corresponde con el establecido en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 para la OPA de exclusión, o (b) se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente.

(v) Cuando la junta general de accionistas y, en su caso, la asamblea general de obligacionistas de la sociedad emisora de los valores a excluir, acuerden un procedimiento que, a juicio de la CNMV, sea equivalente al de una oferta pública porque asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de los valores afectados por la exclusión.

Por tanto, a los efectos de este trabajo y excluyendo el supuesto en que la exclusión de negociación sea decidida de oficio por la CNMV como consecuencia de las circunstancias de negociación de los valores afectados (que no constituye una operación planificada y ejecutada para la exclusión de negociación sino la consecuencia de un supuesto patológico como es el que dichos valores no cuenten con una difusión o volumen de contratación suficiente), se pueden diferenciar aquellos supuestos de exclusión en los que el promotor sea la propia sociedad emisora de aquellos otros en los que el promotor es un tercero. Siguiendo este criterio, los supuestos se podrían clasificar de la siguiente forma:

1. Exclusión promovida por la propia sociedad:

1.1. Con obligación de formular una OPA de exclusión ex artículo 10 del Real Decreto 1066/2007:

1.1.1. Cuando la propia sociedad acuerde la exclusión de cotización de sus valores.

1.1.2. Cuando se acuerde la absorción (u otra operación societaria) en la que la absorbente sea una entidad no cotizada o que no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses a contar desde la inscripción de la correspondiente operación societaria en el Registro Mercantil.

1.2. Sin obligación de formular una OPA de exclusión:

1.2.1. Cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden la exclusión por unanimidad.

1.2.2. Cuando se acuerde la absorción de la sociedad por otra sociedad cotizada.

1.2.3. Cuando la junta general de accionistas y, cuando corresponda, la asamblea general de obligacionistas, al acordar la exclusión de cotización, acuerden un procedimiento que, a juicio de la CNMV, sea equivalente a la oferta pública por exclusión.

2. Exclusión promovida por un tercero:

2.1. Mediante la formulación de una OPA por exclusión ex artículo 10 del Real Decreto 1066/2007.

2.2. Sin obligación de formular una OPA por exclusión cuando, tras la presentación de una OPA, obligatoria o voluntaria, sobre la totalidad del capital social de la sociedad afectada:

2.2.1. Se den las condiciones requeridas para la aplicación del régimen de las compraventas forzosas, o

2.2.2. En el folleto explicativo de la OPA se hubiera hecho constar expresamente la intención de excluir las acciones de negociación, se hubiera justificado que el precio ofrecido se corresponde con el de una OPA de exclusión (artículo 10.5 Real Decreto 1066/2007) y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra abierta al mismo precio de la OPA.

A continuación, se analizan aquellos supuestos que pueden ser utilizados en el caso de una operación de *public to private*. En concreto, no se analizará la absorción por otra sociedad cotizada por cuanto que no supone la continuidad del negocio de la sociedad absorbida al margen de su cotización bursátil.

3. Exclusión promovida por la propia sociedad

3.1. CON FORMULACIÓN DE UNA OPA POR EXCLUSIÓN POR LA PROPIA SOCIEDAD

El supuesto de hecho viene determinado por la adopción por la junta general de accionistas de la sociedad cotizada del acuerdo de exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles en los que coticen. En este caso, salvo que sea de aplicación alguna de las excepciones que se comentarán más adelante, se requiere, de acuerdo con el artículo 10.1 del Real Decreto 1066/2007, la formulación de una OPA por exclusión presentada por la propia sociedad.

3.1.1. Sujeto

Será la propia sociedad emisora de las acciones, previa aprobación de la exclusión por su junta general de accionistas.

Esta exigencia, que ya era aplicable en vigencia¹⁵ de la normativa sobre OPAs derogada es, en mi opinión, plenamente consistente con la estructura de atribución de competencias establecida por la Ley de Sociedades Anónimas. En efecto, aun cuando no puede considerarse como una decisión contraria al objeto social¹⁶, ni expresamente atribuida a la junta general de accionistas por la Ley de Sociedades Anónimas¹⁷, excede del ámbito de actuación normal de los administradores al ser ajena a la gestión ordinaria de la empresa y a la organización y administración de la vida social. La decisión de exclusión afecta a la esfera patrimonial de los accionistas, limitando la liquidez de sus acciones y privándoles de los mecanismos de protección reforzada propios de las sociedades anónimas cotizadas y, por tanto, es lógica la exigencia de que sea la junta general de accionistas la que deba adoptarla¹⁸.

¹⁵ El derogado artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores no establecía expresamente esta exigencia, limitándose a señalar que la exclusión podía ser solicitada por la «entidad emisora». Sin embargo, el Reglamento de Bolsas (artículo 27) establecía que el acuerdo de admisión debía ser adoptado por la junta general de la emisora (vid. un comentario sobre el particular en J. E. CACHÓN, *Derecho del mercado de valores*, Ed. Dykinson, 1993, tomo II, pg. 451) y, por tanto, se entendía que la exclusión debía ser competencia del mismo órgano que podía solicitar la admisión a cotización.

¹⁶ En este sentido, la doctrina del Tribunal Supremo (vid. sentencias de 14 de mayo de 1984 y 24 de noviembre de 1989 [RJ 1989, 7903]) y la de la Dirección General de los Registros y del Notariado (vid. resoluciones de 31 de marzo de 1986 [RJ 1986, 1564], 12 de mayo de 1989 [RJ 1989, 4003] y 3 de octubre de 1994 [RJ 1994, 7653]).

¹⁷ «El consejo de administración de una sociedad cotizada, en un sistema monista, tiene como función esencial, como acontece con carácter general para todas las sociedades anónimas, la gestión y representación de la sociedad en los términos establecidos por la Ley y de acuerdo con sus estatutos. Como quedó indicado, al referirnos a la competencia del órgano de administración de la sociedad, ha de estimarse que le corresponden todas las funciones que no son asignadas por la LSA a otros órganos, en especial a la Junta General» (F. SÁNCHEZ-CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pg. 701); En su virtud, parece considerar admisible que el consejo decidiera sobre este asunto y así sería, por no ser contrario al objeto social sino, simplemente, ajeno a él. Sin embargo, desde una perspectiva de política legislativa, la decisión sobre la admisión o exclusión de negociación de las acciones de una sociedad cotizada parece exceder del ámbito de la mera gestión o administración del patrimonio social y de la organización societaria, desplegando sus efectos en la esfera patrimonial de los accionistas.

¹⁸ En este sentido, aunque en relación con la admisión, J. E. CACHÓN, *Derecho del mercado...*, op. cit., pg. 451. En este mismo sentido, tanto para la admisión (artículo 367) como para la exclusión (artículo 440) se pronunció la propuesta de código de sociedades mercantiles de 2002 elaborada por la ponencia especial

El acuerdo de la junta general de accionistas deberá extenderse no sólo a la decisión sobre la exclusión sino, también, a la oferta misma y al precio ofrecido. Aunque la oferta fuera presentada por un tercero, la junta general de accionistas de la sociedad emisora deberá aprobar la exclusión y, en mi opinión, pese a la ausencia de una referencia legal expresa, acordar, igualmente, su conformidad sobre los términos de la oferta y el precio ofrecido.

A este respecto, será preciso que la sociedad adquirente tenga la posibilidad de cumplir los requisitos establecidos en el artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas para la adquisición por la sociedad de sus propias acciones¹⁹: (a) que la adquisición haya sido aprobada por la junta general de la sociedad emisora, (b) que el valor nominal de las acciones adquiridas, sumadas a las que ya posea la sociedad adquirente y sus filiales no exceda del 10% del capital social -5% para sociedades cotizadas- y que (c) la adquisición permita a la sociedad adquirente la dotación de la reserva indisponible prevista en el artículo 79.3 de la propia ley, sin disminuir el capital ni la reserva legal ni las reservas estatutarias indisponibles.

En vigencia del antiguo régimen de OPAs, se discutió si el límite de autocartera aplicable en estos casos debía ser el 5% correspondiente a sociedad cotizada o el general del 10%. La Ley del Mercado de Valores, en la nueva redacción de su artículo 34.3, zanja las dudas planteadas al respecto²⁰, estableciendo que el porcentaje será en estos casos del 10%, lo que resulta acorde con la finalidad de la operación.

compuesta por F. SÁNCHEZ CALERO, A. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y A. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO.

¹⁹ Para un análisis específico sobre el régimen legal de la autocartera, vid. C. PAZ-ARES, *Negocios sobre las propias acciones*, en AAVV, «La Reforma del Derecho de Sociedades de Capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)», Madrid, 1987, pgs. 473 y ss.; C. PAZ-ARES y A. PERDICES, *Los negocios...*, op. cit.; J. C. VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1995 y L. A. VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Ed. Lex Nova, 1985 y *Negocios con acciones y participaciones propias: estudios jurídicos*, Ed. Lex Nova, 2000.

²⁰ La mayoría de la doctrina acogió esta interpretación ya con la normativa ahora derogada. Por todos, vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 50-51.

Además, el propio artículo 34.5 de la Ley de Mercado de Valores añade, en una norma menos comprensible que la anteriormente comentada, que «*si como consecuencia de la realización de la oferta, las acciones propias superasen este límite, deberán ser amortizadas o enajenadas en el plazo de un año*». Ante esta norma, caben dos interpretaciones: (i) que se trate de una expresión meramente redundante respecto de la incluida en el artículo 76.1 de la Ley de Sociedades Anónimas²¹ o (ii) que suponga una excepción a los supuestos en que la mera adquisición de un porcentaje superior al 10% constituye una infracción de la normativa de autocartera sancionable ex artículo 89 Ley de Sociedades Anónimas²².

A este respecto, el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, en su apartado 4, al desarrollar Ley del Mercado de Valores, obvia toda referencia a la enajenación o amortización de la autocartera, limitándose a establecer que «*si la oferta es formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir, se procederá a la amortización o enajenación de los valores adquiridos en la oferta, salvo que, por concurrir los requisitos contemplados en el art. 75 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, esta amortización o enajenación no sea necesaria*». A estos efectos, repite el Real Decreto 1066/2007 la expresión legal, «*el límite de adquisición de acciones propias será del 10% del capital social*».

Pues bien, en mi opinión, la interpretación conjunta de ambos preceptos no permite entender que la Ley del Mercado de Valores haya pretendido excepcionar la aplicación de la Ley de Sociedades Anónimas y, por tanto, aunque con una técnica legislativa más que discutible, no parece posible defender que la Ley del Mercado de Valores esté creando *ex novo* un régimen que permita superar el límite del 10% de autocartera.

En todo caso, esta conclusión no impide ni dificulta la ejecución de la operación por la sociedad ya que bastaría con que adoptara, con carácter

²¹ Comentado por C. PAZ-ARES y A. PERDICES en *Los negocios...*, op. cit., pgs. 199-218.

²² Debe llamarse la atención sobre el hecho de que el cumplimiento de la obligación de enajenar o de amortizar las acciones irregularmente adquiridas no convalida, subsana o elimina la infracción precedente (tal y como lo confirma la sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 7 de marzo de 2001). Vid. C. PAZ-ARES y A. PERDICES, *Los negocios...*, op. cit., pg. 609.

anterior o simultáneo a la presentación de la oferta, el correspondiente acuerdo de reducción de capital en los términos del artículo 170 de Ley de Sociedades Anónimas.

Por otra parte, en el caso de las OPAs de exclusión, el consejo de administración de la sociedad emisora no estará obligado a elaborar el informe al que se refiere el artículo 24 del Real Decreto 1066/2007²³. La *ratio legis* del precepto es clara cuando se trata de una OPA por exclusión formulada por la propia sociedad. Sin embargo, dista de ser evidente cuando se trata de una OPA de exclusión presentada por un tercero, aunque entiendo que se ha considerado que la finalidad del informe queda cubierta por la preceptiva aprobación de la exclusión por la junta general de accionistas de la sociedad afectada, que debe aprobar igualmente –en la forma antes expuesta– los términos de la oferta.

3.1.2. Objeto

La oferta deberá dirigirse²⁴ a:

(i) Todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidas las acciones sin voto, cuando en el momento de solicitarse la autorización de la oferta tengan este derecho.

Los artículos 90 a 92 de la Ley de Sociedades Anónimas configuran las acciones sin voto como auténticas acciones que, sin embargo, no confieren a sus titulares uno de los derechos inherentes a las mismas: el derecho de voto²⁵ –no los restantes derechos políticos– y, por tanto, no computan al

²³ El informe al que hace referencia el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 es el previsto en el artículo 24 del mismo texto legal: «El órgano de administración de la sociedad afectada deberá redactar un informe detallado y motivado sobre la oferta pública de adquisición, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, y manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de éstos y los miembros del órgano de administración de aquella, así como la opinión de éstos respecto de la oferta, y la intención de aceptar o no la oferta por aquellos que sean titulares directos o indirectos de valores afectados (...)».

²⁴ En relación con los valores objeto de una OPA de exclusión, vid. el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991. Pese a la falta de una mención específica al respecto, debía entenderse aplicable a la OPA de exclusión la norma general prevista en el artículo 1.6 del Real Decreto 1197/1991. Para un comentario, vid. A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pgs. 249-257 y J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Artículo 1.- Oferta pública de adquisición en caso de toma...*, op. cit., pgs. 46-47.

²⁵ A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, op. cit., pgs. 396-397.

determinar el quórum de las juntas generales de la sociedad emisora²⁶, aunque tengan derecho de asistencia. No se trata, sin embargo, de una pérdida definitiva del derecho de voto²⁷ por cuanto que pueden recuperarlo cuando la sociedad no haga frente a los privilegios conferidos a las acciones sin voto.

En efecto, el artículo 91 de la Ley de Sociedades Anónimas establece dos privilegios económicos que compensan la privación del derecho de voto: (i) el derecho a un dividendo anual mínimo fijo o variable que establezcan los estatutos sociales, sin perjuicio de que, una vez abonado este dividendo preferente, las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que las acciones ordinarias²⁸; y (ii) el privilegio de no quedar afectadas por la reducción de capital²⁹ por pérdidas, cualquiera que sea la forma en que se realice, sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones.

En el caso de sociedades no cotizadas, cuando no existan beneficios distribuibles o no sean suficientes para satisfacer el dividendo mínimo, la sociedad deberá pagarlos dentro de los cinco ejercicios siguientes. Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo correspondiente, las acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias y conservarán, en todo caso, sus ventajas económicas. De igual forma, si como consecuencia de una reducción de capital por pérdidas se hubieran amortizado la totalidad de las acciones ordinarias, las acciones sin voto recuperarán su derecho hasta que se restablezca la proporción máxima de acciones sin voto (i.e., que el valor nominal de las mismas no exceda de la mitad del capital social desembolsado).

(ii) Titulares de derechos de suscripción preferente y obligaciones convertibles o canjeables sobre acciones³⁰, cuando existan. Deberán considerarse incluidos, igualmente, los derechos de suscripción preferente sobre obligaciones convertibles o canjeables.

²⁶ A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, op. cit., pgs. 429 y ss.

²⁷ Tampoco se trata de una privación total puesto que el artículo 92.3 de la Ley de Sociedades Anónimas concede el derecho de voto a las acciones sin voto en los supuestos en que se pretenda modificar los estatutos en algún aspecto que, directa o indirectamente, afecte a los derechos de dichas acciones. En este sentido, A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, op. cit., pg. 397.

²⁸ J. J. SAGASTI AURREKOETXEA, *El régimen jurídico de las acciones sin voto en el derecho español y comparado de sociedades y de valores*, Ed. Civitas, 1997, pgs. 348-405.

²⁹ Sólo para el supuesto de reducción de capital a consecuencia de pérdidas, A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, op. cit., pgs. 425-426; en el sentido que afectan a todos los supuestos de reducción de capital por amortización de acciones, J. J. SAGASTI AURREKOETXEA, *El régimen jurídico...*, op. cit., pgs. 464-465.

³⁰ La doctrina lo entendió así en relación con la normativa derogada. Vid. A. M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias...*, op. cit., pg. 250.

Sin embargo, no será necesario extender la oferta pública a aquellos titulares de valores afectados que hubieran votado a favor de la exclusión y que, además, inmovilicen sus valores hasta que transcurra el período de aceptación, ni a los titulares de *warrants*³¹ o de otros valores o instrumentos financieros³² que den derecho a la adquisición o suscripción de acciones por emitir o ya emitidas, excepto si se trata de derechos de suscripción preferentes o de obligaciones convertibles o canjeables.

3.1.3. Contraprestación de la oferta

A diferencia de la regla general del artículo 14 del Real Decreto 1066/2007 que permite la contraprestación en forma de permuta y las contraprestaciones alternativas³³, en el ámbito de las OPAs de exclusión, si-

³¹ Los *warrants* son «otro tipo de valores que pueden dar derecho a la adquisición de acciones y que a la vez son transmisibles en un mercado de valores» (A. M. SALA I ANDRÉS). Para un estudio de la figura, vid. J. E. CACHÓN BLANCO, *El régimen jurídico de los warrants: valores mobiliarios*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 12, 1992, pg. 373.

³² La doctrina ha definido los instrumentos financieros como «los derechos patrimoniales transmisibles en el mercado financiero, ya sean monetarios, como los certificados de depósito; valores negociables como las acciones y las obligaciones, o derivados como los futuros y las opciones» (F. ZUNZUNEGUI PASTOR, *Derecho del Mercado Financiero*, Ed. Marcial Pons, 1997, pg. 170). En el mismo sentido, J. E. CACHÓN BLANCO, *Análisis jurídico de los conceptos de «valor negociable» e «instrumento financiero»*, Revista de Derecho Mercantil, núm. 221, 1996, pg. 829; y L. J. CORTÉS, *Contratos y Mercados Financieros*, Ed. Civitas, 2004, pgs. 208-209.

³³ Las contraprestaciones alternativas no estaban contempladas en el artículo 10 del Real Decreto 1197/1991. Coincidió con C. DE CÁRDENAS SMITH en que la laguna legal (en este caso reglamentaria) no debía suponer su prohibición (vid. C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas...*, op. cit., pg. 93). Aunque inicialmente la CNMV no admitió la posibilidad de contraprestaciones alternativas (el caso de la OPA de CONSORTIM (filial del antiguo BANCO HISPANO AMERICANO) sobre CORPORACIÓN FINANCIERA HISPAMER -vid. A. BOTELLA, *Descripción General del procedimiento y aspectos financieros de las ofertas públicas de adquisición*, en AAVV, «La lucha por el control...», op. cit.), dicha posición fue posteriormente revisada por la CNMV, que admitió ofertas con contraprestación alternativa en las OPAs de UNIÓN FENOSA sobre HIDROELÉCTRICA DEL CANTÁBRICO en 2000 o las de ACESA y AUREA sobre IBERPISTAS en 2002. Vid. a este respecto F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pg. 670.

Para un comentario sobre las contraprestaciones que resultan admisibles, vid. J. L. GARCÍA-PITA y LASTRES, *Artículo 10.- Contraprestaciones ofrecidas*, op. cit., pgs. 259-323.

guiendo el precedente del artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991, la contraprestación deberá consistir necesariamente en dinero.

Sin embargo, esta restricción, que podía tener sentido en el contexto de un régimen donde cabían dudas sobre la validez de las contraprestaciones alternativas, carece de él una vez que este tipo de contraprestaciones ha sido recogido expresamente en la normativa española³⁴. En efecto, entiendo que el interés de los accionistas y de los titulares de derechos de suscripción y obligaciones convertibles o canjeables en acciones está igualmente protegido siempre que la contraprestación alternativa consista en el pago de una cantidad dineraria equivalente al pago en especie ofrecido y, por tanto, que debería admitirse dicha posibilidad. La adquisición de las acciones propias tiene la misma regulación cualquiera que sea el negocio jurídico de adquisición y la naturaleza de la contraprestación³⁵.

3.1.4. Precio de la oferta

El precio mínimo de la oferta no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo determinado según los criterios que se comentan en el capítulo 6 de este trabajo y fijados por el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y el que resulte de tomar en consideración, «de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia», los métodos de valoración a que se refiere el apartado 5 del artículo 10 del mismo Real Decreto³⁶.

Aunque la dicción literal del artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007 se refiere al precio de la oferta «fijado por la sociedad emisora de los valores», entiendo que debe considerarse aplicable, también, a las OPAs de exclusión presentadas por un tercero y sometidas a la aprobación de la junta general de accionistas de la sociedad afectada.

³⁴ El artículo 14.1 del Real Decreto 1066/2007 establece lo siguiente: «Las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compraventa, como permuta o canje de valores o como ambas cosas a la vez, y deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias».

³⁵ C. PAZ-ARES y A. PERDICES, *Los negocios...*, op. cit., pgs. 99-100.

³⁶ Las principales novedades en relación con el precio de la OPA de exclusión son el carácter mínimo del precio equitativo y la necesidad de que el órgano de administración de la sociedad emisora emita un informe sobre la adecuación de las valoraciones y su ponderación.

Para la formulación de una OPA de exclusión deberá elaborarse un informe de los administradores de la sociedad en que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido, que habrá de ponerse a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la junta general de accionistas³⁷.

Dicho informe se denomina «informe de valoración» por el Real Decreto 1066/2007, elección poco acertada pues puede inducir a confusión al tratarse de un informe emitido por el propio órgano de administración de la sociedad afectada y no por un experto valorador. Lógicamente, en la práctica, el consejo sustentará su opinión en base al informe emitido por uno o varios expertos en valoración o bancos de inversión.

El precio ofrecido deberá determinarse en base a la aplicación de los siguientes métodos³⁸:

(i) Valor teórico contable de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros³⁹.

(ii) Valor liquidativo de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia⁴⁰.

³⁷ El informe que venía siendo habitual en la práctica seguida con la normativa anterior era el solicitado por la sociedad afectada o por un tercero—dependiendo de quién fuera el oferente— a un experto independiente (normalmente un banco de inversión). Vid. memoria de actividades de la CNMV del año 2001.

³⁸ Los cuatro primeros métodos de valoración son iguales a los ya incluidos en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991.

³⁹ La nueva redacción completa una laguna legal de la normativa derogada: el valor teórico contable debe referirse a las cuentas del grupo o subgrupo de consolidación del que la sociedad afectada sea la dominante. En mi opinión, ése era el criterio que debía seguirse con la anterior normativa y, de hecho, era el exigido por la CNMV (vid. F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pg. 652).

⁴⁰ El valor liquidativo de una sociedad no está legalmente definido. Sin embargo, sí existen referencias legales al valor liquidativo de los activos propiedad de la sociedad, por ejemplo, cuando se describen las labores a realizar por los liquidadores en el proceso de liquidación de una sociedad que permiten su asimilación con su valor razonable o de mercado, considerándolo como el valor que alcanzarían los activos si son vendidos a terceros. Por tanto, el valor liquidativo de una sociedad será el que resulte de la no aplicación del principio de empresa en funcionamiento (referido en el artículo 38.1 del Código de Comercio) y, en consecuencia, de sustituir el valor contable de los activos de su propiedad por su valor

(iii) Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

(iv) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiera formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente al de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

(v) Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y «*aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional*». A título de ejemplo, y sin pretensión de exhaustividad, el Real Decreto 1066/2007 menciona el descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables⁴¹.

El precio propuesto se justificará en el informe de los administradores, que se incluirá como anexo al folleto explicativo de la oferta, y no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos anteriormente señalados.

3.1.5. Exclusión de negociación

Los valores quedarán excluidos de negociación cuando se haya liquidado la operación de acuerdo con las reglas generales de liquidación previstas en el artículo 37 del Real Decreto 1066/2007, que establece que las ofertas públicas cuya contraprestación consista en dinero se liquidarán por el procedimiento establecido para ello por IBERCLEAR, considerándose fecha de la correspondiente operación bursátil la de la sesión a la que se refiera el boletín de cotización en que se publique el resultado de la oferta.

de mercado que, a su vez, debe ser consistente con el valor razonable. Por su parte, por el lado del pasivo, se deberán tener en cuenta todas las deudas, cargas y contingencias a que podría dar lugar el proceso de liquidación de la sociedad.

Por lo que se refiere a la nueva referencia a que no será necesaria la utilización de este método cuando de su aplicación fueran a resultar valores significativamente inferiores, su justificación se encuentra en la, en ocasiones, enorme dificultad práctica de su obtención en determinadas sociedades y sectores de actividad y su escasa relevancia si la sociedad se encuentra funcionando normalmente.

⁴¹ La incorporación de la referencia a otros métodos de valoración resulta una novedad. La lógica lleva a utilizar los métodos habitualmente empleados por los bancos de inversión y los restantes expertos en valoración de empresas. Son, además, los métodos más frecuentemente utilizados por los analistas financieros y en la práctica, han servido, en las OPAs de exclusión aprobadas en vigencia de la anterior normativa, un elemento de contraste de las valoraciones alcanzadas con los restantes métodos.

Conforme a lo previsto en el artículo 36 del Real Decreto 1066/2007, en el plazo de cinco días hábiles desde la finalización del plazo de aceptación, las sociedades rectoras o, en su caso, las entidades que actúen por cuenta del oferente, comunicarán a la CNMV el número total de aceptaciones. Conocido dicho número por la CNMV, ésta comunicará el resultado de la oferta a las sociedades rectoras de las bolsas de valores en que estén admitidos a negociación los valores afectados en el plazo de dos días hábiles, debiendo proceder éstas a publicar dicho resultado en el boletín de cotización correspondiente a la sesión bursátil en la que reciban la comunicación de la CNMV.

Por lo tanto, entre la finalización del período de aceptación y la exclusión de negociación podrá transcurrir un máximo de siete días hábiles⁴².

3.2. SUPUESTOS ASIMILABLES QUE REQUIEREN OPA POR EXCLUSIÓN: OPERACIONES SOCIETARIAS EN VIRTUD DE LAS QUE LOS ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD COTIZADA PUEDAN CONVERTIRSE, TOTAL O PARCIALMENTE, EN SOCIOS DE OTRA ENTIDAD NO COTIZADA

El artículo 10.1 del Real Decreto 1066/2007 asimila a la exclusión de negociación por decisión de la propia sociedad, las operaciones societarias

⁴² A diferencia del Real Decreto 1197/1991 (artículo 7.3) en el que expresamente se señalaba que «El precio ofrecido (...) deberá ser objeto de autorización expresa por la CNMV», en el vigente no se menciona la autorización expresa de la CNMV. Sin embargo, dado que dicho precio deberá ser incluido y justificado en el folleto y que la CNMV debe verificar el folleto explicativo, se le asigna, aunque indirectamente, facultades para su supervisión. Además, el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 confiere a la CNMV facultades para modificar el precio equitativo (artículo 9.4) por lo que, al constituir el precio mínimo en el caso de OPAs de exclusión, también por esta vía se le están dando a la CNMV facultades para la modificación del precio de la oferta.

En vigencia de la normativa ahora derogada, el Tribunal Supremo se pronunció en el sentido de que, salvo prueba en contrario, el precio autorizado por la CNMV es equitativo, «por presumirse la solvencia técnica, independencia y actuación de buena fe de este organismo en el ejercicio de sus funciones» (sentencia del Tribunal Supremo de 23 de agosto de 2005). Para un comentario sobre esta sentencia, que va mucho más allá que lo que se refiere al precio, vid. L. DE CARLOS BERTRÁN y M. GARCÍA-VILLARUBIA, *La intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAs de exclusión. Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo de 2005*, Revista de Derecho Mercantil, núm. 258, octubre-diciembre 2005, pgs. 1613-1640.

en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada o que no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses a contar desde la inscripción de la correspondiente operación societaria en el Registro Mercantil, supuesto al que será de aplicación igualmente la obligación de formular una OPA de exclusión.

La asimilación de estas operaciones a la exclusión de cotización y, por tanto, la aplicación de la obligación de formular una OPA de exclusión sólo resulta, en mi opinión, justificada si como consecuencia de las mismas, la sociedad deja de cotizar en bolsa de valores o se disuelve (pensemos, por ejemplo, en la fusión por absorción de una sociedad cotizada por una no cotizada) o si por las condiciones en las que está previsto se desarrolle, tienen como consecuencia una reducción en la frecuencia, difusión o volumen de cotización de los valores que los hagan susceptible de exclusión de oficio por la CNMV. No sería el supuesto, por tanto, de una OPA con contraprestación en valores no cotizados ya que, en este supuesto, el artículo 14.2 del Real Decreto 1066/2007 establece, expresamente, la necesidad de una contraprestación alternativa en dinero.

En todos los demás supuestos, distintos a los de una fusión o escisión total en que una o todas las sociedades beneficiarias fueran no cotizadas no debería resultar de aplicación este precepto y, por tanto, las ofertas deberían seguir el régimen general, esto es, formulación de una oferta con contraprestaciones alternativas, una de las cuales deberá ser dinero y, en función del resultado de la misma, exclusión de cotización.

3.3. SUPUESTOS EXENTOS DE LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR UNA OPA DE EXCLUSIÓN

3.3.1. Cuando todos los titulares de valores afectados lo acuerden por unanimidad

El apartado b) del artículo 11 del Real Decreto 1066/2007 prevé que en el supuesto de que todos los titulares de los valores afectados (accionistas, obligacionistas con títulos convertibles o canjeables y titulares de derechos de suscripción preferente sobre aquéllos) acuerden, unánimemente, la exclusión de negociación y la renuncia a la venta de sus valores en régimen

de oferta pública, no será necesaria la formulación de una OPA de exclusión.

La *ratio legis* de este precepto es muy clara si se piensa que en este supuesto no es necesario proteger los intereses de los accionistas minoritarios ni el principio de paridad de trato entre los titulares de dichos valores⁴³, puesto que la operación cuenta con su consentimiento.

3.3.2. Cuando se acuerde la absorción de la sociedad por otra sociedad cotizada

En este supuesto, el Real Decreto 1066/2007 establece una excepción que ya venía siendo aplicada por la CNMV en vigencia de la anterior normativa⁴⁴. Por no tratarse, dada su configuración, de un supuesto de operación de *public to private*, su análisis excede del alcance de este trabajo. Sin embargo, es necesario mencionar que en este supuesto la protección de los accionistas de la sociedad absorbida se fundamenta en: (i) el tratamiento paritario entre todos los accionistas a que obliga la legislación societaria al imponer la existencia de una única ecuación de canje para todas las acciones⁴⁵; (ii) las restantes medidas de protección establecidas por la legislación mercantil⁴⁶; y (iii) que los accionistas de la sociedad

⁴³ Bajo la vigencia de la antigua normativa de OPAs, que contenía un procedimiento similar al vigente, la Audiencia Provincial de Barcelona, en sentencia de 13 de marzo, estableció que la CNMV debía suspender la negociación del valor desde la finalización del plazo de aceptación hasta la exclusión del valor.

⁴⁴ Recordemos que el considerando (9) de la Directiva de OPAs establece que «Los Estados miembros deberán tomar las medidas oportunas (en referencia a la OPA obligatoria) para proteger a los titulares de valores y, en especial, los que posean participaciones minoritarias, en cambios de control de su sociedad». Para un análisis doctrinal sobre la finalidad de la OPA obligatoria, vid. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *la OPA obligatoria*, op. cit., pgs. 167-240.

⁴⁵ En ocasiones, en vigencia de la normativa derogada, se discutió que éste fuera un supuesto de OPA por modificación estatutaria. Sin embargo, dicha posición doctrinal careció, en mi opinión, de fundamento y no fue aplicada por la CNMV. Sobre la figura de la OPA por modificación estatutaria, eliminada de la normativa vigente, y en el sentido defendido en este trabajo, vid. A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *OPA, fusión y modificación de Estatutos...*, op. cit., pg. 2092. En contra S. ALBELLA AMIGO, *La OPA de modificación de estatutos en el Real Decreto 1197/1991*, en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, enero-marzo 1995, núm. 57.

⁴⁶ A. PÉREZ TROYA, *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Ed. Civitas, 1998; R. C. ESCRIBANO GAMIR, *La protección de los acreedores sociales frente a la reducción del capital y a las modificaciones estructurales de las sociedades anónimas*, Monografía núm. 10 de la Revista de Derecho de Sociedades,

afectada reciben títulos que, al margen factores exógenos a la operación, podrán ser incluso más líquidos que los que tenían antes, pues a la difusión de las acciones de la sociedad absorbida se añade las de la sociedad absorbente.

Entiendo, además, que este supuesto es asimilable al de la absorción por una sociedad no cotizada respecto de la que, en el plazo de tres meses desde la inscripción de la fusión, se hubiera obtenido la admisión a cotización de sus acciones.

3.3.3. Cuando se acuerde por la junta general de accionistas y, en su caso, por la asamblea general de obligacionistas de la sociedad emisora un procedimiento que, a juicio de la CNMV, sea equivalente

La similitud de la redacción contenida en el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007 con la previsión de los artículos 34 de la Ley del Mercado de Valores en su redacción anterior a la Ley 6/2007 y 7 del Real Decreto 1197/1991, permiten aplicar ahora los mismos criterios publicados por la CNMV en relación con la norma derogada.

En efecto, el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, que desarrollaba el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores, establecía que la CNMV, «si examinados los eventuales procedimientos que la sociedad hubiera establecido para proteger los intereses de los titulares de los valores, considera que la exclusión puede lesionar los legítimos intereses de dichos titulares, podrá condicionarla a que por la sociedad se promueva una oferta pública de adquisición (...)».

Por tanto, la CNMV debía, en primer lugar, valorar los procedimientos eventualmente establecidos por la sociedad para proteger los intereses de los titulares de valores afectados por la exclusión de negociación. Dichos procedimientos solían concretarse, en la práctica, en una instrucción dada a una entidad financiera para que mantuviese una orden abierta de compra en el mercado a un determinado precio, dando la posibilidad a la totalidad de los accionistas minoritarios de vender a dicho precio. En este sentido,

Ed. Aranzadi, 1998, y L. M. ESTEBAN RAMOS, *Los acreedores sociales ante los procesos de fusión y escisión de sociedades anónimas: instrumentos de protección*, Monografía núm. 28 de la Revista de Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, 2007.

es equiparable al programa de recompra de acciones propias previsto en el Reglamento (CE) núm. 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

En todo caso, tal y como la propia CNMV señaló en su memoria correspondiente al ejercicio 2001, la necesidad, o no, de formular una OPA de exclusión dependía de diversas circunstancias que podían ser indicativas de la existencia de eventuales lesiones para los titulares de los valores afectados por la exclusión, así como de los procedimientos que la propia sociedad hubiera establecido para proteger dichos intereses. Como consta en dicha memoria, la CNMV tuvo en cuenta los siguientes elementos:

- (i) Número de valores y porcentaje que representa sobre la totalidad de los valores emitidos cuya titularidad corresponde a accionistas distintos del socio o socios de control.
- (ii) Número aproximado de titulares a los que corresponden dichos valores.
- (iii) Existencia de una OPA previa sobre los mismos valores afectados por la exclusión y el resultado de la misma.
- (iv) Información contenida en el folleto explicativo de la OPA previa y otras informaciones dadas a conocer por la sociedad o sus socios de control sobre las perspectivas en materia bursátil.
- (v) Informes de valoración de la sociedad que solicita la exclusión realizados por expertos independientes.
- (vi) Circunstancias externas e internas de la propia compañía que solicita la exclusión que puedan hacer variar significativamente su valoración.
- (vii) Período transcurrido entre la OPA previa y la solicitud de exclusión.
- (viii) Operaciones post-exclusión que conlleven o puedan conducir a la transmisión total o parcial de los valores afectados por la exclusión, de la propia sociedad o de sus principales activos así como operaciones de fusión, escisión u otras transformaciones.

Si las circunstancias concurrentes y/o las medidas adoptadas no merecían una valoración positiva de la CNMV y ésta consideraba, además, que la exclusión podía lesionar los legítimos intereses de los titulares de los valores afectados, podía condicionar la autorización de la exclusión a que la sociedad promoviese una OPA de exclusión.

Sin embargo, esta previsión ha quedado privada, en la normativa vigente, de gran parte de su sentido al haberse recogido específicamente el instrumento habitualmente propuesto por la propia sociedad que sirvió en los precedentes existentes con la normativa derogada para que la CNMV eximiera de la obligación de presentación de una OPA de exclusión: orden abierta de compra a un precio determinado.

4. Exclusión promovida por un tercero

4.1. MEDIANTE LA FORMULACIÓN DE UNA OPA DE EXCLUSIÓN EX ARTÍCULO 10 DEL REAL DECRETO 1066/2007

Tal y como se ha comentado en el apartado anterior, la OPA de exclusión podrá formularse por una tercera persona o entidad. Esta novedad, respecto de la normativa derogada, obliga a reflexionar sobre el procedimiento práctico para su presentación, sobre el régimen jurídico de esta oferta y sobre su encuadre en la normativa sobre OPAs.

4.1.1. Acuerdo previo con la sociedad emisora

La referencia legal a que en este supuesto será necesaria la aprobación de la junta general de accionistas de la sociedad afectada, obliga a que el oferente llegue a un acuerdo con la sociedad y/o con sus accionistas para que el consejo de administración someta a su junta la decisión de excluir la sociedad de bolsa. Además, la garantía sobre el éxito de la operación aconsejará que el oferente haya alcanzado un acuerdo con los accionistas mayoritarios o, lo que resultará más normal en la práctica, que el propio oferente sea el accionista mayoritario de la sociedad. Por tanto, cabe diferenciar los siguientes supuestos:

- (i) Que el oferente sea accionista y consejero (o haya designado consejeros) en la sociedad afectada.
- (ii) Que el oferente sea accionista pero no sea consejero ni haya designado consejeros en la sociedad.
- (iii) Que el oferente no sea accionista ni consejero pero que haya llegado, con carácter previo a la presentación de la oferta, a un acuerdo con un accionista y/o consejero de la sociedad, y
- (iv) Que el oferente no sea accionista ni consejero ni haya llegado a acuerdo alguno con ninguno que lo sea, excepto por lo que se refiere a su acuerdo con el órgano de administración de la sociedad afectada para que

proponga a la junta general la aprobación de la exclusión y de los términos de la oferta, de la forma anteriormente comentada.

Cada una de estas posibilidades tiene sus específicas implicaciones jurídicas. En concreto, que el oferente sea accionista y consejero de la sociedad afectada obligaría a éste a abstenerse de participar en la decisión del consejo (no así en la junta general de accionistas) por estar en situación de potencial conflicto de intereses, en aplicación del artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas de acuerdo con lo anteriormente comentado en este trabajo.

En la misma situación de abstención en la adopción de la decisión por el consejo estaría el administrador con el que el oferente hubiera, en su caso, llegado a un acuerdo.

El contenido de los acuerdos variará, como es lógico, en función del supuesto ante el que nos encontremos y de las obligaciones asumidas por las partes. Al abordar anteriormente el estudio de la OPA voluntaria, hemos tenido la oportunidad de analizar el contenido más habitual de los acuerdos entre oferentes y accionistas.

4.1.2. Régimen jurídico de la oferta

Las OPAs por exclusión reguladas en el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, cuando sean formuladas por un tercero, no pueden calificarse como OPAs obligatorias por adquisición del control ni como OPAs voluntarias, sino que corresponden a una categoría aparte que viene determinada por el acuerdo de la sociedad afectada de excluir sus acciones de cotización (o de participar en una operación societaria de efecto asimilable, como su absorción por una sociedad no cotizada).

El supuesto habitual en el que, previsiblemente, se darán el mayor número de las OPAs de exclusión formuladas por un tercero será el del oferente que, previamente, ya fuera titular de una participación muy relevante en una sociedad cotizada (por ejemplo, un accionista de control que hubiese mantenido una participación del 75% desde la admisión a cotización de la sociedad) o que la hubiera adquirido a través de una OPA obligatoria o voluntaria sin haber podido conseguir la exclusión directa de cotización al amparo de alguna de las excepciones previstas en el artículo 11 del Real Decreto 1066/2007.

Nada impide, sin embargo, que la OPA de exclusión sea presentada por un tercero que no tenga ninguna participación o que tenga una participación minoritaria en la sociedad afectada lo que exigirá, en todo caso, que la junta general de accionistas de esta última acuerde la exclusión, lo que normalmente sólo será posible si el tercero tiene un acuerdo previo con el grupo de control y deciden articular la operación por esta vía, frente a la alternativa de formular una OPA, voluntaria u obligatoria, con las particularidades previstas en el apartado d) del artículo 11 del Real Decreto 1066/2007 para acogerse a la excepción de la obligación de formular una OPA de exclusión (que se analizan en el apartado 4.2.2 siguiente de este capítulo).

A este tipo de OPAs les será de aplicación el régimen general de las ofertas públicas regulado en el Real Decreto 1066/2007, en particular, en cuanto a las normas procedimentales (autorización de la oferta, contenido del folleto explicativo, modificaciones, etc.) y sobre ofertas competidoras, con las particularidades previstas en el artículo 10 del mismo texto legal.

4.2. EXCLUSIÓN SIN OBLIGACIÓN DE OPA DE EXCLUSIÓN TRAS UNA OPA VOLUNTARIA U OBLIGATORIA

4.2.1. Exclusión posterior a una OPA tras la que se den los requisitos exigidos para las compraventas forzosas

La compraventa forzosa es un mecanismo expresamente previsto por la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 1066/2007 para el supuesto de que, tras una OPA en la que la oferta hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90% de los derechos de voto a los que se hubiere dirigido, el oferente sea titular (o le puedan ser atribuidos) valores que representen, al menos, el 90% de los derechos de voto de la sociedad afectada.

Nótese que para que resulte de aplicación la excepción comentada basta con que se den los requisitos para la aplicación del régimen de las compraventas forzosas (que se explicará con mayor detalle en el capítulo 10 siguiente), sin que sea necesario que el oferente ejercite su derecho a exigir a los accionistas minoritarios la venta forzosa de sus valores.

En este supuesto, la solución normativa (posibilidad de exclusión directa de negociación sin OPA de exclusión) es absolutamente lógica si se tiene en cuenta que, al cumplirse los requisitos citados, los accionistas minoritarios tienen el derecho de exigir del oferente que les compre la totalidad de sus valores a un precio equitativo, por lo que queda asegurada la protección de sus legítimos intereses.

4.2.2. *Exclusión posterior a una OPA en la que el oferente hubiera manifestado su intención de excluir de negociación las acciones de la sociedad afectada*

Se trata de un supuesto que se convirtió en relativamente habitual en aplicación de la normativa de OPAs derogada. Por ello, será conveniente en este caso hacer una breve referencia a los supuestos que constituyen antecedentes inmediatos de esta norma.

En efecto, pese a la ausencia de regulación específica al respecto, el supuesto ahora contemplado expresamente por el Real Decreto 1066/2007 tiene sus primeros antecedentes en dos ofertas registradas en el año 2001 por la CNMV.

Es el caso de las OPAs formuladas en el año 2001 por ALLIED DOMECQ ESPAÑA sobre BODEGAS Y BEBIDAS y por HEINEKEN sobre HEINEKEN ESPAÑA, que la CNMV calificó en su memoria correspondiente a dicho ejercicio como «novedosas» por determinadas declaraciones sobre la intención del oferente en relación con la negociación de los valores afectados. En efecto, aunque en ninguno de los casos se autorizó el precio de la oferta por la CNMV, los oferentes manifestaron expresamente su intención de promover posteriormente la exclusión de cotización de las sociedades afectadas en un plazo breve y en función del resultado de la oferta, sin necesidad de formular una segunda OPA para conseguir la exclusión.

En estos casos, los oferentes consideraron que las propias ofertas públicas de toma o incremento de participación significativa constituían, en sí mismas, un procedimiento adecuado de protección para los accionistas, porque se dirigían a todos los valores afectados, con contraprestación en dinero y a un precio superior al resultante al informe de valoración realizado por un experto independiente (considerando criterios de valoración

generalmente aceptados y los mínimos establecidos en el artículo 7.3 del entonces vigente Real Decreto 1197/1991), informes que se desglosaron en los folletos explicativos de las ofertas, junto con la intención de promover la exclusión de negociación.

Posteriormente, las sociedades afectadas solicitaron efectivamente la exclusión, llevándose a cabo el procedimiento sin la formulación de una nueva OPA y estableciéndose en ambos casos como medidas de protección para los minoritarios restantes, complementaria a la de las ofertas ya realizadas y alternativa a la formulación de una OPA de exclusión, el mantenimiento de una orden permanente de compra con precio idéntico a la de la OPA previa ya finalizada, hasta la afectiva exclusión de bolsa.

Con posterioridad a los casos expuestos, el procedimiento ha sido seguido en múltiples ocasiones, pudiendo destacarse más recientemente los casos de BARCLAYS sobre BANCO ZARAGOZANO (2003), BANCO SABADELL sobre BANCO ATLÁNTICO (2004), ALTADIS y AUTOGRILL sobre ALDEASA (2005) y RETOS CARTERA sobre RECOLETTOS (2005), si bien, en determinados supuestos las órdenes permanentes de compra fueron mantenidas por sus accionistas de control (BARCLAYS y BANCO SABADELL) y no por la propia sociedad.

ACTUACIÓN DEL OFERENTE DURANTE LA OFERTA Y RÉGIMEN DE OPAS COMPETIDORAS

1. Introducción

Para que una operación de «*public to private*» tenga éxito, es necesario, en primer lugar, que el oferente interesado en excluir de cotización a la sociedad afectada logre hacerse con su control, mediante el correspondiente procedimiento de OPA. A estos efectos, por tanto, es imprescindible que el oferente logre que su oferta triunfe, por lo que resulta especialmente relevante el conocimiento de las alternativas de actuación que tiene durante el proceso de la oferta y sus consecuencias, así como el régimen jurídico aplicable a las OPAs competidoras (tanto para intentar ganar la puja como para, en su caso, aprovechar las oportunidades que se presenten e intervenir en la operación, precisamente, como oferente competidor).

El antiguo régimen de OPAs establecía diversas limitaciones a la actuación del oferente durante el período de la oferta. Lógicamente, las limitaciones legales perjudicaron más a quienes tenían en su actuación más condicionamientos externos y no olvidemos que en las operaciones de «*public to private*» en las que el oferente es una entidad de capital riesgo, éste está limitado por las condiciones impuestas por las entidades financieras dado el alto grado de apalancamiento de estas operaciones.

2. Modificación de las características de las ofertas

2.1. MODIFICACIONES ADMITIDAS

Tal y como se ha señalado anteriormente, la oferta será irrevocable desde la publicación del anuncio de la decisión de formular la OPA, con-

forme a lo previsto en el artículo 30 en relación con el artículo 16 del Real Decreto 1066/2007. Sin embargo, ello no quiere decir que no se admita la modificación de sus características.

En tal sentido, el artículo 31.1 del Real Decreto 1066/2007 permite modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos 5 días naturales previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta y respete el principio de igualdad de trato para todos los que se encuentren en iguales circunstancias.

En relación con el primero de los citados requisitos, el Real Decreto 1066/2007, como ya hacía el Real Decreto 1197/1991¹, establece² los supuestos en que se considera que la modificación implica un trato más favorable para los destinatarios de la oferta: que la oferta inicial se extienda a un número superior de valores, que se mejore la contraprestación ofrecida o que se eliminen o minoren las condiciones a las que, en su caso, estuviera sujeta.

Poniendo en relación estos supuestos en los que cabe la modificación de la oferta con el régimen de las ofertas competidoras, podemos distinguir aquellas modificaciones de la oferta inicial susceptibles de influir en el procedimiento de las ofertas competidoras de aquellas neutras a estos efectos.

En efecto, el artículo 42 del Real Decreto 1066/2007 establece que toda oferta competidora deberá mejorar la última oferta precedente, bien elevando el precio o valor de la contraprestación ofrecida, bien exten-

¹ Las modificaciones de las características de la oferta se regulaban en el artículo 22 del Real Decreto 1197/1991. Un comentario en J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 22.—Modificación de las características de la oferta*, op. cit., pgs. 481-493; C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico...*, op. cit., pgs. 117-118 y J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pg. 681.

² Comentarios sobre el régimen jurídico derogado de las modificaciones de las OPAs pueden encontrarse, con referencia al régimen jurídico anterior a la reforma del 2003, en J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículos 21 a 24.—Modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas...», op. cit., vol. II, pgs. 475-522; E. M. VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, Modificación y cese de efectos de la OPA*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 56, octubre-diciembre de 1994, pgs. 871-922.

diendo la oferta a un número mayor de valores [apartado 1.c)]. Por su parte, el número 2 del mismo artículo 42 establece que «*siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el apartado precedente, las ofertas competidoras, cuando su formulación no sea obligatoria, podrán condicionar su efectividad a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las precedentes. Asimismo, podrán sujetarse a cualquier otra condición en los términos establecidos en el artículo 13.2 de este Real Decreto*».

Por lo tanto, sólo tendrán impacto en el proceso de OPAs competidoras las modificaciones de la oferta inicial que consistan en extenderla a un número superior de valores o en mejorar la contraprestación ofrecida.

En relación con la extensión de la oferta a un número superior de valores, obviamente sólo cabe en el marco de las OPAs voluntarias parciales.

En cuanto a la mejora de la contraprestación, la misma podrá realizarse bien elevando el precio (en el caso de ofertas en dinero), bien mejorando los términos de la permuta (en el caso de ofertas en especie), bien mejorando la contraprestación pero modificando igualmente la naturaleza de la misma (ofreciendo, por ejemplo, valores en lugar de dinero o viceversa).

En el supuesto de que la mejora se realice modificando la naturaleza de la contraprestación, será necesaria la opinión de un experto independiente —designado por el oferente— que lo acredite. Dicho informe no será, sin embargo, necesario cuando la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje de valores y la nueva sea en efectivo, lo que es lógico si se piensa que en todos los supuestos en los que la oferta inicial se formula como permuta (de valores cotizados o de valores no cotizados pero sobre los que existe el compromiso de solicitar la admisión a cotización o de valores no cotizados), el Real Decreto 1066/2007 establece la obligación de fijar su valor en dinero, que será el término de comparación a estos efectos. Así:

(i) El artículo 14.4 Real Decreto 1066/2007 señala que en caso de que la contraprestación sea una permuta de valores cotizados el oferente deberá indicar el precio en efectivo equivalente que resulte de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores entregados en canje correspondiente el trimestre anterior al anuncio previo de la oferta.

(ii) En el caso de que la permuta se haga con valores que no coticen en un mercado secundario oficial pero respecto de los que el oferente hubiera adquirido un compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación, el oferente deberá aportar el informe de un experto independiente en el que se determine qué valor les corresponde [segundo párrafo del artículo 14.2.c) del Real Decreto 1066/2007].

Por otra parte, en caso de que en la OPA original se ofrezcan en contraprestación valores no admitidos a negociación, el artículo 14.2 del Real Decreto 1066/2007 establece que deberá ofrecerse una contraprestación en efectivo alternativa, por lo que el precio estará fijado en euros por acción (artículo 14.3 Real Decreto), que será precisamente el que deba mejorarse en caso de modificación por mejora en dinero.

Por el contrario, el tercer tipo de posibles modificaciones de la oferta (por eliminación o minoración de las condiciones), no tiene implicación legal alguna en el proceso de ofertas competidoras. Se trata de un supuesto nuevo, no contemplado en el antiguo régimen de OPAs, pero que tiene pleno sentido si se piensa que la eliminación o minoración (cualitativa o cuantitativa) de las condiciones a las que se somete la eficacia de una oferta supone, obviamente, una mejora de la misma porque aumenta sus posibilidades de hacerse efectiva y, por tanto, mejora la posición de los titulares de los valores afectados. Sin embargo, no se trata de una modificación que tenga repercusión en el proceso de OPAs competidoras ya que, como se ha señalado anteriormente, una OPA competidora podrá, a diferencia de lo previsto en el Real Decreto 1197/1991³, someter su eficacia a cualquier condición, incluida la de su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las ofertas precedentes.

Finalmente, debemos hacer referencia a una importante novedad del Real Decreto 1066/2007 relativa al reconocimiento expreso de la posibilidad de asociación o concertación del oferente con terceros con posterioridad a la presentación de su oferta.

En efecto, el apartado 2 del artículo 31 del Real Decreto 1066/2007 establece que el oferente podrá asociarse a concertarse con terceros «con

³ Esta exigencia fue una novedad del Real Decreto 432/2003 pese a que había sido el criterio aplicado en la práctica por la CNMV, L. SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, *Modificaciones introducidas en el régimen...*, op. cit., pg. 244. Se analiza el régimen legal tras la referida reforma en J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 695-696.

el fin de modificar su oferta» siempre que dicha asociación o concierto reúna ciertos requisitos.

Fue frecuente en vigencia de la normativa derogada por la Ley 6/2007⁴, que el oferente se reservara el derecho de invitar a uno o varios inversores a tomar una participación en el capital social de la sociedad oferente, en un momento posterior al de la presentación de la oferta y sin que la entrada de otro inversor tuviera como resultado un cambio de control sobre la sociedad oferente.

Esta actuación sigue siendo posible con la normativa vigente, aunque no debe confundirse con el nuevo supuesto previsto en el artículo 31.2 Real Decreto 1066/2007. En efecto, en el nuevo régimen de OPAs, cabe distinguir dos supuestos distintos: por un lado, la asociación con otros inversores, incluso sin que se modifiquen las características de la oferta, siempre que no se produzca un cambio de control sobre el oferente⁵, y, por otro lado, la asociación o concertación con otros inversores para mejorar la oferta que podría, incluso, suponer un cambio del control sobre el oferente inicial.

En este segundo supuesto, será necesario que se den las condiciones exigidas por el artículo 31.2 del Real Decreto 1066/2007 y, en concreto, además de que se produzca una modificación de la oferta que implique un trato más favorable para sus destinatarios, que el oferente y el, o los, terceros con los que se asocie o concierte asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada y que la modificación de la identidad o composición del oferente y las demás variaciones se reflejen en un suplemento al folleto.

2.2. REQUISITOS DE PROCEDIMIENTO EN CASO DE MODIFICACIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA OFERTA

El procedimiento para la tramitación y aprobación de las características de la oferta inicial comprende los siguientes elementos:

⁴ Por ejemplo, se incluyó esta mención en los folletos de las OPAs presentadas por CVC sobre CORTEFIEL (2005), PAI y PERMIRA sobre CORTEFIEL (2005), RETOS CARTERA sobre RECOLETOS (2005) y CVC sobre TELEPIZZA (2006).

⁵ Éste parece el criterio seguido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en una de las primeras OPAs autorizadas en vigencia de la nueva norma-

(i) Modificación del folleto informativo: la decisión o acuerdo deberá acreditarse por el oferente en un suplemento en que deberán figurar detalladamente las modificaciones de las características de la oferta, con referencia expresa a cada uno de los apartados del folleto inicial a que afecten y con mención detallada y separada de las causas determinantes de la modificación. Las modificaciones deberán describirse con la misma precisión, extensión y exactitud que los aspectos modificados.

(ii) Autorización por la CNMV: la modificación de las condiciones de la oferta deberá someterse a la autorización de la CNMV, que deberá resolver sobre las mismas en un plazo no superior a tres días hábiles desde la recepción de la solicitud. Durante dicho plazo, y hasta que la CNMV haga pública su resolución, se suspenderá el cómputo del plazo de aceptación.

Además, la CNMV podrá ampliar el plazo de aceptación de la oferta de considerarlo necesario para el mejor análisis de la modificación propuesta por los accionistas e inversores, publicándose dicha ampliación por la CNMV a través de su página web.

(iii) Publicidad: la modificación deberá ser publicada por el oferente el siguiente día hábil a su aprobación. Aunque no se establece expresamente, parece lógico pensar que dicha publicación deberá efectuarse por alguno de los medios previstos en el artículo 22.3 del Real Decreto 1066/2007 y, probablemente, fuera razonable exigir que por el mismo medio utilizado por el oferente para anunciar la oferta.

(iv) Efecto sobre las aceptaciones: el artículo 31.7 del Real Decreto 1066/2007 prevé que salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos para la aceptación de la oferta inicial, se entenderá que los destinatarios de la misma que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta revisada. A este respecto, téngase en cuenta que las aceptaciones de una OPA podrán ser revocadas⁶ en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta y que, cuando existan ofertas competidoras, podrán formularse declaraciones de aceptación múltiples⁷, siempre que en ellas se indique el orden de preferencia y las declaraciones se hagan llegar a los distintos competidores.

(v) Efecto sobre las obligaciones de actuación del órgano de administración de la sociedad afectada: éste deberá emitir un informe sobre la oferta revisada en los términos del artículo 24 del Real Decreto 1066/2007. Sin embargo, el plazo para su emisión será de 5 días naturales (en lugar de 10

tiva: Capítulo I del folleto explicativo de la OPA de IMPERIAL TOBACCO sobre ALTADIS.

⁶ El Real Decreto 1197/1991 prevé la revocación de las aceptaciones, con carácter general, en su artículo 34; vid. J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 34.- Revocaciones de las aclaraciones de la aceptación*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas...», op. cit., vol. II, pgs. 639-645.

⁷ Se trata de una novedad del Real Decreto 1066/2007 para facilitar el procedimiento de aceptaciones y reducir sus gastos no prevista en vigencia de la normativa derogada, J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 25.- Declaración de aceptación de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas...», op. cit., vol. II, pgs. 523-534.

días naturales previstos con carácter general⁸) contados desde la fecha de publicación de las modificaciones de la oferta, habilitándose a la CNMV para ampliar convenientemente el plazo de aceptación si resultara necesario.

3. Limitaciones a la actuación del oferente

El artículo 32 del Real Decreto 1066/2007 establece una serie de limitaciones a la actuación del oferente que despliegan sus efectos en distintos momentos temporales:

3.1. ENTRE EL ANUNCIO PÚBLICO DE LA OFERTA Y SU PRESENTACIÓN

El oferente, los miembros del órgano de administración y dirección del oferente, sus accionistas de control, sus asesores, las personas con las que actúe concertadamente (ex artículo 5.1 del Real Decreto 1066/2007) y los demás que intervengan en la operación, se abstendrán de publicar, por cualquier medio, cualquier dato o información que no conste en el anuncio previo de la oferta.

En mi opinión, y pese al silencio de la norma reglamentaria, dicha prohibición se extiende a los administradores de las sociedades del grupo del oferente u oferentes así como a las personas interpuestas.

3.2. ENTRE EL ANUNCIO PÚBLICO DE LA OFERTA OBLIGATORIA A QUE SE REFIERE EL ARTÍCULO 16.2 DEL REAL DECRETO 1066/2007 Y SU AUTORIZACIÓN POR LA CNMV

El oferente y quienes actúen en concierto con él no podrán, durante dicho período de tiempo, ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral de control que exige la presentación de la oferta obligatoria (con carácter general, el 30% de los derechos de voto).

⁸ La norma es coincidente con el régimen Jurídico aplicable en vigencia del Real Decreto 1197/1991, vid. J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 22.- Modificación de las características de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas...», op. cit., vol. II, pgs. 491-492.

Además, ni el oferente, ni quienes actúen en concierto con él, podrán designar, directa ni indirectamente, a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada.

3.3. ENTRE EL ANUNCIO PÚBLICO DE LA OFERTA Y LA PUBLICACIÓN DE SU RESULTADO

3.3.1. Transmisión de valores

Por un lado, ni el oferente ni las personas que actúen en concierto con él podrán transmitir valores de la sociedad afectada que den, directa o indirectamente, derecho a voto.

Por otro lado, en caso de que la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en valores, ni el oferente ni las personas que actúan en concierto con él podrán transmitir los referidos valores ofrecidos en canje o permuta.

3.3.2. Adquisición de valores

El oferente y las personas que actúen en concierto con él, podrán adquirir valores de la sociedad afectada⁹. Sin embargo, la referida adquisición de valores tendrá determinados efectos sobre la oferta formulada:

- (i) Si la oferta estuviese sujeta a la condición de su aceptación por un número mínimo de valores, la adquisición de dichos valores determinará la

⁹ La posibilidad de que el oferente adquiera acciones de la sociedad afectada durante la oferta así como sus consecuencias sobre la condición de la oferta estaba expresamente previsto en la normativa derogada siempre que la contraprestación de la OPA consistiera exclusivamente en dinero (artículo 23.2 del Real Decreto 1197/1991), C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico...* op. cit., pgs. 120-121. Sin embargo, la práctica seguida por los oferentes, a instancias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en vigencia de dicha norma, fue la asunción por el oferente de un compromiso en el folleto explicativo de no adquirir acciones, fuera de la OPA, durante el período comprendido entre la presentación de la oferta y su liquidación. De hecho, en la OPA de E.ON sobre Endesa fue necesario que la CNMV eximiera a E.ON de dicho compromiso que había asumido en el folleto informativo.

eliminación automática de la referida condición¹⁰ así como de cualquier otra a la que se hubiera condicionado la eficacia de la oferta.

Pese a que el Real Decreto 1066/2007 no hace ningún tipo de excepción, entiendo que esta referencia sólo tiene sentido respecto de las condiciones a las que pueden someterse las OPAs voluntarias, ya que las condiciones de autorización de la operación por los órganos de defensa de la competencia y las restantes autoridades supervisoras, son admisibles en OPAs obligatorias en las que, por definición, se ha producido previamente la adquisición de valores.

(ii) Cuando la contraprestación de la oferta consista exclusivamente en dinero, la adquisición de acciones por el oferente o por personas que actúen en concierto con él, determinará automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos.

(iii) Como consecuencia de lo previsto en el apartado anterior en cuanto al aumento del precio de la oferta, el oferente vendrá obligado a ampliar las garantías aportadas. La ampliación deberá hacerse efectiva en el plazo de los tres días hábiles siguientes a aquél en que se produjo la adquisición.

Cuando la contraprestación de la oferta consista en valores de la sociedad oferente o en una combinación de efectivo y valores de la sociedad oferente, habrá de estarse a lo dispuesto en el primer inciso del artículo 32.4 del Real Decreto 1066/2007 cuando establece que cuando «*el oferente o las personas concertadas con él que adquieran valores de la sociedad afectada al margen de la oferta, desde el anuncio público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma, el oferente vendrá obligado a ofrecer a todos los destinatarios de la oferta como contraprestación alternativa a la inicialmente fijada, una contraprestación en efectivo que en ningún caso podrá ser inferior al precio más alto pagado por los valores adquiridos de aquella forma*». Cuando el citado inciso menciona, al principio del mismo, el supuesto de que la «*contraprestación de la oferta consista en valores de la sociedad afectada o en una combinación de efectivo y valores de la sociedad afectada*», esta referencia a la sociedad afectada es evidentemente un error, debiendo sustituirse por la «*sociedad oferente*», dado que lo contrario es simplemente imposible: los valores ofrecidos en la permuta serán valores del oferente o de un tercero, pero nunca de la sociedad afectada.

¹⁰ J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 23.- Limitación de la actuación del oferente*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «*Régimen jurídico de las ofertas públicas...*», op. cit., vol. II, pgs. 501-503; C. DE CÁRDENAS, *Régimen jurídico...* op. cit., pg. 122.

El segundo inciso del artículo 32.4 citado es, aún, de más difícil interpretación, al establecer que «*asimismo, esta obligación [ofrecer contraprestación alternativa en metálico al precio más elevado pagado] será aplicable aun cuando los valores ofrecidos en la contraprestación no sean de la sociedad afectada si el oferente o las personas concertadas con él adquirieran los valores ofrecidos en la contraprestación al margen de la oferta, desde el anuncio público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma (...)*».

Parece pretender establecer el régimen jurídico aplicable al supuesto en el que el oferente adquiera, durante el período de oferta, los valores, aun cuando no sean valores de la sociedad «oferente» (no «afectada», en otro claro error del precepto), que constituyen la contraprestación ofrecida. La redacción es confusa porque al margen del error puesto de manifiesto entre sociedad afectada y oferente, hace referencia a la adquisición de los «valores ofrecidos en la contraprestación» al «margen de la oferta», siendo así que dado que la oferta se dirige a los valores emitidos por la sociedad afectada, en modo alguno cabe la adquisición de los valores ofrecidos en la contraprestación en el marco de la oferta. Dicho de otra forma, la adquisición de dichos valores se producirá siempre y en todo caso al margen de la oferta.

Pues bien, pese al esfuerzo interpretativo realizado, tampoco por esta vía se alcanza una solución satisfactoria. En efecto, no parece que tenga sentido la aplicación indistinta de esta regla a supuestos en que la contraprestación alternativa es exigida por el Real Decreto (por ejemplo, OPAs obligatorias) que cuando no sea así (por ejemplo en el caso de OPAs voluntarias en que se ofrecen valores cotizados como alternativa al pago en efectivo).

3.3.3. Procedimiento

La adquisición de valores objeto de la oferta por el oferente, o por personas que actúen en concierto con él, deberá ser comunicada a la CNMV en el mismo día en que se produzca la adquisición. Dicha comunicación deberá incluir los precios acordados y pagados y tendrá la consideración de información relevante.

Además, cuando resultara necesario, la CNMV podrá ampliar convenientemente el plazo de aceptación y adoptar las demás medidas que resulten necesarias como consecuencia de la modificación sobrevenida de las condiciones de la oferta motivada por la adquisición de valores por el oferente incluyendo, en su caso, la presentación por el oferente de un suplemento al folleto.

3.4. ENTRE LA FINALIZACIÓN DEL PLAZO PARA LA PRESENTACIÓN DE OFERTAS COMPETIDORAS Y LA FINALIZACIÓN DEL PLAZO DE ACEPTACIÓN

3.4.1. Anuncio de OPA sucesiva

El artículo 16.4 del Real Decreto 1066/2007, establece que «*Cuando se haya autorizado una oferta pública de adquisición sobre una sociedad no podrá anunciarse una oferta pública de adquisición voluntaria sobre la misma si ha finalizado el plazo para la presentación de una oferta competidora, hasta que no haya finalizado el plazo de aceptación de las precedentes*».

En vigencia de la normativa derogada, se planteó un supuesto similar con ocasión de la OPA sobre EL ENCINAR DE LOS REYES. En ese caso, una sociedad formuló una OPA sobre una sociedad de la que era su principal accionista al objeto de incrementar su participación y lograr así una posición mayoritaria en la misma. Otra sociedad, que era el segundo accionista de la sociedad afectada, tras oponerse a dicha operación, anunció su propósito de formular otra OPA sobre la misma sociedad afectada cuando se liquidase la OPA en curso, por un precio superior y una cantidad mayor de títulos. Es decir, en vez de utilizar el cauce de las OPAs competidoras, el segundo potencial oferente simplemente anunció su intención de presentar una OPA futura. Se trató de una actuación aparentemente admitida entonces por la CNMV pero que despertó fuerte polémica doctrinal¹¹.

¹¹ Se pronunció a favor de la legalidad del anuncio el entonces secretario del Consejo de la CNMV, A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAs estando en curso otra oferta pública*, en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1992, pgs. 936-984 y C. LASARTE ÁLVAREZ, *OPAs competidoras y movimientos de capital*, La Ley, año XIV, núm. 3310, 23 de julio de 1993, pgs. 1-3. En contra: J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente*, La Ley, diario, de 29 de diciembre de 1992, Año XIII,

Con posterioridad, esta práctica se repitió en el caso de la OPA sobre ENDESA. En efecto, una vez finalizado el plazo para la presentación de OPAs competidoras a la presentada por E.ON, ACCIONA y ENEL publicaron, a requerimiento de la CNMV, sendos hechos relevantes (números 78.379 y 78.381 de 23 de marzo de 2007) en los que comunicaban la existencia de conversaciones para analizar el escenario de que la oferta de E.ON no alcanzara la condición del mínimo de aceptaciones y la posibilidad de desarrollar un proyecto de gestión compartida de ENDESA bajo el liderazgo de ACCIONA que «conllevaría, como paso previo, en cumplimiento de la normativa vigente y tras la OPA de E.ON, la formulación por ACCIONA y ENEL de una oferta pública de adquisición sobre la totalidad del capital de ENDESA que no sea ya de su propiedad». Con fecha 26 de marzo de 2007 se comunicó por ambas entidades que se había alcanzado un acuerdo en ese sentido y con fecha 28 de marzo, E.ON anunció una mejora de su oferta. Finalmente, E.ON, ACCIONA y ENEL llegaron a un acuerdo que se hizo público el 4 de abril de 2007 y el 10 del mismo mes se hizo público que la OPA de E.ON no había tenido éxito por no haber alcanzado el porcentaje de aceptaciones mínimo al que se había condicionado su efectividad, por lo que al día siguiente ACCIONA y ENEL anunciaron la presentación de su OPA sobre ENDESA. No cabe duda de que, en dicho proceso y en su desenlace resultó, nuevamente, muy relevante el anuncio de la oferta a un precio superior hecho por ACCIONA y ENEL¹² el 23 de marzo de 2007 y que no mereció ningún reproche de la CNMV.

Pues bien, el nuevo artículo 16.4 del Real Decreto 1066/2007 pretende que una vez finalizado el plazo de presentación de OPAs competidoras, no se efectúen anuncios que distorsionen el proceso y que, si con anterioridad a dicha finalización, un tercero adopta la decisión de presentar la oferta lo anuncie inmediatamente de forma que se pueda seguir el procedimiento previsto para las OPAs competidoras (artículo 16.1 del Real Decreto 1066/2007).

núm. 1178. Vid. también J. ABELLA SANTAMARÍA, *¿OPAs sucesivas o competidoras? A propósito de una polémica reciente*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1993, núm. 49, pgs. 87-99 (pgs. 98-99).

¹² El contenido completo del acuerdo entre ACCIONA y ENEL puede consultarse en www.cnmv.es, hecho relevante núm. 78.473.

Sin embargo, no resulta difícil concluir sobre que esta normativa, aunque útil, resultará seguramente insuficiente para prevenir estas conductas. En primer lugar, porque siempre serán posibles las filtraciones y las manifestaciones informales de que un tercero tiene intención de presentar una oferta, sin haber adoptado una decisión firme al respecto y, en segundo lugar, porque las sanciones administrativas previstas por la Ley del Mercado de Valores podrán resultar insuficientes y, en todo caso, no permitirán que dicho anuncio no sea susceptible de perturbar las ofertas precedentes.

Quizá hubiera sido preferible complementar dicha norma con otra que, al modo de alguna normativa de derecho comparado¹³, prohibiera durante un plazo temporal dilatado la presentación de una oferta para aquellas personas que incumplieran la prohibición señalada o que dentro del periodo de aceptación de una OPA anunciaran la presentación de una competidora a un precio superior sin hacerlo o, finalmente, que al margen de un proceso de OPAs competidoras y ante la difusión de noticias en tal sentido y requeridos por la CNMV para concretar sus intenciones, no manifestaran claramente su decisión al respecto.

No cabe duda de que esta solución puede ser objetada por no favorecer la mejora del precio pero, en mi opinión, resulta prioritario para un ordenado mercado de control corporativo el establecimiento de reglas claras, transparentes y que disuadan de interferir en el procedimiento establecido.

¹³ The takeover code estableció en su Rule 2.8. «A person making a statement that he does not intend to make an offer for a company should make the statement as clear and unambiguous as possible. Except with the consent of the Panel, unless there is a material change of circumstances or there has occurred an event which the person specified in his statement as an event which would enable it to be set aside, neither the person making the statement, nor any person who acted in concert with him, nor any person who is subsequently acting in concert with either of them, may within six months from the date of the statement:

a) Announce an offer or possible offer for the offeree company (including a partial offer which would result in the offeror and persons acting in concert with its being interested in shares carrying 30% or more of the voting rights of the offeree company);

b) Acquire any interest in shares of the offeree company if any such person would thereby become obliged under Rule 9 to make an offer; (...).

3.4.2. Otras conductas

No aclara el Real Decreto 1066/2007 qué sucede si, una vez finalizado el plazo para la presentación de OPAs competidoras, un oferente adquiere valores de la sociedad afectada en el mercado a un precio superior al de su oferta (incluso después de la mejora que, en su caso, hubiera presentado en el proceso de subasta en sobre cerrado). En este caso, conforme a lo previsto en el artículo 32.5 del Real Decreto 1066/2007, se producirá la elevación automática del precio de la oferta y la eliminación de las condiciones, en los términos comentados anteriormente.

Pues bien, en este caso, la CNMV podrá modificar el período de aceptación y *«adoptar las demás medidas que resulten necesarias como consecuencia de la modificación sobrevenida en las condiciones de la oferta»* (artículo 32.6 del Real Decreto 1066/2007). Sin embargo, no parece que dicha previsión sea suficiente por cuanto podemos encontrarnos en un proceso inacabable. En mi opinión, será conveniente que la CNMV en ejercicio de sus facultades, limite, también, la posibilidad de adquisición de acciones por el oferente y las personas con él concertadas durante el período comprendido entre la finalización del plazo de mejora en sobre cerrado de OPAs competidoras y la finalización del plazo de aceptación.

3.5. RESTRICCIONES A LA ACTUACIÓN DEL OFERENTE EN CASO DE RESULTADO NEGATIVO DE SU OFERTA

El Real Decreto 1066/2007 establece en su artículo 39¹⁴ determinadas consecuencias para el oferente en caso de que su oferta tenga resultado negativo, i.e., que quede sin efecto por no alcanzarse el número mínimo de valores a que se hubiera condicionado o, en general, por no haberse cumplido las condiciones a las que se sujetó la efectividad de la misma. Dicho precepto no es, sin embargo, aplicable a las causas de desistimiento del artículo 33.1 del citado Real Decreto, entre las que se encuentran la falta de autorización o la autorización condicionada de las autoridades de defensa de la competencia.

¹⁴ La Rule 35 del *Takeover Code* inglés extiende las restricciones en caso de fracaso de la oferta presentada a los 12 meses posteriores a su resultado y prevé limitaciones más amplias, también en su objeto.

El artículo 39 se refiere, tanto en su rúbrica (*«Resultado negativo de las ofertas voluntarias»*) como en la referencia de su apartado 3 (que se remite a los supuestos de desistimiento de las OPAs voluntarias previstos en el apartado 1 del artículo 33), exclusivamente a las OPAs voluntarias, lo que es lógico puesto que el citado artículo 39 sólo se aplica en caso de incumplimientos de condiciones que sólo caben en las ofertas voluntarias (i.e., se excluyen, tal y como se ha indicado, las condiciones del artículo 26.1 del Real Decreto de OPAs relativas al procedimiento ante las autoridades de defensa de la competencia).

Las consecuencias establecidas para el caso de resultado negativo de la oferta voluntaria por los motivos indicados por el artículo 39 del Real Decreto 1066/2007 son dos. Por un lado, la devolución de los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que hubieran sido entregados por los aceptantes y, por otro lado, la limitación del oferente de promover otra oferta respecto de los mismos valores durante un plazo de seis meses desde la publicación del resultado negativo de su oferta.

3.5.1. Devolución de los documentos presentados por los aceptantes

Este precepto reproduce en sus mismos términos el artículo 30.1 del Real Decreto 1197/1991 aunque añadiendo la necesaria referencia a las restantes condiciones a los que puede someterse la efectividad de la oferta de acuerdo con el Real Decreto 1066/2007.

Simplemente procede aclarar que se trata de una obligación de hacer que no puede ser realizada directamente por el oferente, ya que los que reciben los documentos que deben ser devueltos son las empresas de servicios de inversión que intervengan en la oferta. Las entidades que reciben dichos documentos, además, no son las que actúan por cuenta del oferente sino de los aceptantes. Por tanto, como sucedía en vigencia de la normativa derogada, el deber de devolución de los documentos no puede corresponder a los representantes del oferente, ya que no los tienen en su poder¹⁵.

¹⁵ J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 10.- Resultado negativo de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *«Régimen jurídico de las ofertas públicas...»*, op. cit., vol. II, pg. 578.

Al igual que en la normativa derogada, el Real Decreto 1066/2007 establece que «*todos los gastos de la devolución serán por cuenta del oferente*»¹⁶.

3.5.2. Prohibición de promover otra oferta en seis meses

Pese a que en derecho comparado es frecuente la imposición de obligaciones adicionales al oferente con posterioridad a la oferta, el Real Decreto 1066/2007 mantiene, en el apartado 2 del artículo 39, una regulación similar al de la normativa derogada¹⁷.

La única limitación de la normativa española es que tras la publicación del resultado negativo de la oferta y durante un plazo de seis meses, el oferente, las sociedades pertenecientes a su grupo, los miembros de su órgano de administración, su personal de alta dirección y quienes hayan promovido la oferta en su propio nombre pero por cuenta del oferente o de forma concertada con éste, no podrán ni promover otra oferta respecto de los mismos valores ni adquirir valores o alcanzar alguno de los supuestos que determina la obligación de presentar una OPA.

No obstante lo anterior, a diferencia de la normativa derogada, queda excepcionada de las citadas limitaciones la presentación de OPAs competidoras.

4. Desistimiento y cese de efectos de la oferta

El artículo 33 del Real Decreto 1066/2007 regula bajo la rúbrica «*Desistimiento y cese de efectos de la oferta*», una serie de supuestos en los que el oferente puede desistir de la oferta.

La cesación de efectos es una categoría amplia, la más extensa, entre los supuestos en que un negocio jurídico deja de producir efectos. Este

¹⁶ Se trata de una redacción idéntica al del segundo párrafo del apartado 1 del artículo 30 del Real Decreto 1197/1991. Para una crítica sobre este precepto que, dada la identidad señalada, podría extenderse a la normativa vigente, vid. J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Resultado negativo...* op. cit., pgs. 579-580.

¹⁷ Es curioso que la normativa derogada, en este punto, careciera de sentido en un sistema de OPA previa como el establecido en el Real Decreto 1197/1991. Vid. J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Resultado negativo...*, op. cit., pg. 583.

concepto engloba los de revocación, desistimiento, resolución y frustración del negocio. Por su parte, el desistimiento es la declaración unilateral de voluntad por la que una de las partes de un negocio jurídico bilateral lo hace ineficaz en virtud de la concurrencia de una justa causa. Se trata, por tanto, de una excepción al principio de que el negocio jurídico perfecto es obligatorio para las partes y, por ello, que ninguna de ellas puede resolverlo unilateralmente, convirtiéndolo –por sí sola– en ineficaz.

El artículo citado adolece, sin embargo, de defectos similares a los de su precedente inmediato (el artículo 24 Real Decreto 1197/1991¹⁸). En efecto, ni todos los supuestos incluidos por el precepto son de desistimiento, ni todos los supuestos de cese en la eficacia de la oferta están incluidos en el mismo. A los efectos de su análisis, voy a diferenciar los siguientes grupos:

4.1. LOS CASOS DE DESISTIMIENTO PROPIAMENTE DICHO

4.1.1. Autorización de una oferta competidora

Esta causa de desistimiento estaba ya contemplada en el apartado 1 del artículo 24 del Real Decreto 1197/1991¹⁹. En la regulación vigente es, sin embargo, necesario distinguir los supuestos de OPA voluntaria y obligatoria.

En el caso de las OPAs voluntarias, el oferente podrá desistir cuando se autorice por la CNMV cualquier oferta competidora. En el momento del desistimiento radica, precisamente, la única diferencia con la normativa derogada. En efecto, mientras que ésta se refería a «*cuando se presente*» una oferta competidora, la ahora vigente –con mayor corrección jurídica– se refiere a «*cuando se autorice una oferta competidora*».

¹⁸ E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, Modificación y cese de efectos de la OPA*, Revista de derecho Bancario y Bursátil, núm. 56, octubre-diciembre de 1994, pgs. 871-922, (pgs. 871-876), F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 700-702.

¹⁹ J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículo 24.- Desistimiento y cese de efectos de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «*Régimen jurídico de las ofertas públicas...*», op. cit., vol. II, pgs. 509-513; C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico...*, op. cit., pgs. 119-120.

Lógicamente, la presentación de la oferta competidora no es el hecho que debe permitir desistir a los oferentes de las OPAs voluntarias precedentes, ya que hasta que la oferta no es autorizada por la CNMV (artículo 21 del Real Decreto 1066/2007) no permite a los titulares de valores aceptar la oferta y, por tanto, sus intereses no se ven hasta ese momento, protegidos.

Por su parte, en el caso de las OPAs obligatorias, el apartado 2.c) del artículo 33 del Real Decreto 1066/2007 añade dos requisitos para el desistimiento adicionales a los señalados para las voluntarias: (i) que la oferta competidora no esté sujeta a condición y (ii) que la oferta competidora se mantenga al término del procedimiento de OPAs competidoras establecido en el capítulo IX del referido Real Decreto.

En relación con el primero de los requisitos, su *ratio legis* es clara: el oferente de una OPA obligatoria estará obligado a mantener su oferta mientras no exista la seguridad de que otra, incondicional, la mejore. De esta forma se pretende evitar que la eventual falta de cumplimiento de la condición impida a los titulares de los valores afectados enajenarlos en condiciones equivalentes a las que tuvieron los accionistas que las vendieron al oferente de la OPA obligatoria y que le sirvieron a éste para tomar el control de la sociedad afectada.

Respecto al segundo, la referencia a que se mantenga al término del procedimiento no es un concepto legalmente definido. Debe, sin embargo, coincidir con la finalización del proceso de subasta en sobre cerrado al que se refiere el apartado 4 del artículo 45 del Real Decreto 1066/2007 ya que es en ese momento en el que una oferta que no esté sometida a condición, desplegará sus efectos sin que pueda dar lugar a desistimiento.

4.1.2. *La decisión de la junta general de accionistas de la sociedad oferente sobre la emisión de acciones con las que hacer frente a la oferta en canje. ¿Es un supuesto de desistimiento?*

El apartado 1.b) del artículo 24 del Real Decreto 1197/1991²⁰ establecía que el oferente podía desistir de la oferta «b) cuando la junta general

²⁰ El origen de esta norma estuvo en la OPA que el Banco de Bilbao realizó sobre las acciones del Banco Español de Crédito en noviembre de 1987 y que fue denegada por la Junta Sindical de la Bolsa Oficial de Comercio de Madrid en su

de la sociedad oferente adopte un acuerdo contrario a la propuesta de aumento de capital social, en el caso de que los valores ofrecidos en canje sean de nueva emisión». La amplia definición del supuesto de hecho contenida en el precepto comprendía no sólo el acuerdo contrario a la ampliación de capital sino, también, aquél en que fuera favorable, pero en condiciones distintas a las contenidas en la oferta.

A diferencia de la citada referencia, no existe previsión expresa al respecto en el artículo 33 del Real Decreto 1066/2007. Su regulación se efectúa, sin embargo, en el artículo 14²¹ del mismo texto legal, en el que al referirse a las contraprestaciones de la oferta, regula el supuesto de que ésta consista en la emisión de valores por la sociedad oferente.

Dicha regulación, ya comentada anteriormente, prevé [artículo 14.2.c) del Real Decreto 1066/2007] que «(...) no obstante, se habrá de incluir posteriormente una contraprestación o precio en efectivo si la sociedad oferente no aprueba la emisión de los nuevos valores». Como he apuntado anteriormente, mi interpretación de este confuso precepto es la de que:

- (i) Si la sociedad emisora aprueba la emisión de nuevos valores en canje tendrá efectividad en caso de éxito de la oferta y ésta se desarrollará según lo previsto en la normativa aplicable.
- (ii) Si la sociedad emisora no aprueba la emisión, puede ser debido a:
 - a) la falta de convocatoria de la junta, lo que no resultará frecuente dado que el artículo 14 del Real Decreto 1066/2007 establece que el acuerdo del consejo de convocatoria de la junta deberá adoptarse en la misma sesión en que acuerde formular la oferta, y que el anuncio de la convocatoria deberá ser publicado con anterioridad al primer anuncio relativo a la oferta, una vez obtenida la autorización de la misma por la CNMV, o
 - b) la decisión en contrario de la junta debidamente convocada. En este último caso cabrán, a su vez, dos posibilidades:
 - que la oferta sea obligatoria. En este caso, la única consecuencia será la eliminación de la contraprestación alternativa en especie y, por tanto, que la única contraprestación será la dineraria prevista. En efecto, es la consecuencia de que el artículo 14.2 obliga a que se plantee esta forma de

sesión de 4 de diciembre de 1987 por entender que no se trataba de una oferta irrevocable «ya que depende de la decisión que adopte otro órgano societario, libre y soberano en sus pronunciamientos». Para un resumen de las distintas posiciones doctrinales, vid., AAVV, «La OPA del Banco de Bilbao», 1987 y F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pg. 701.

²¹ En mi opinión, constituye una condición de la oferta. En este sentido, E. M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad...* op. cit., pg. 908 en relación con la normativa citada. En contra, J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Desistimiento y cese...* op. cit., pg. 512.

contraprestación como alternativa en los supuestos de OPA obligatoria. Lo mismo sucederá en el caso de OPAs voluntarias en las que se haya establecido una contraprestación alternativa en efectivo; y

- que la oferta sea voluntaria y la única contraprestación ofrecida sean valores. En este caso la oferta se frustrará y sus efectos cesarán salvo que el oferente decida incluir, posteriormente, una contraprestación alternativa en efectivo, que es a lo que se refiere, entiendo, el precepto transcrito.

4.1.3. *Concurrencia de circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad del oferente, que impidan la oferta o cuya inviabilidad resulta manifiesta, siempre que se obtenga la previa conformidad de la CNMV*

Se trata de un supuesto de fuerza mayor que ya fue previsto en el artículo 24.1.d) del Real Decreto 1197/1991. En vigencia de la normativa derogada este precepto fue, no obstante, utilizado en muy escasas ocasiones²².

Ninguna novedad aporta el Real Decreto 1066/2007, salvo la obligada referencia sistemática a que es aplicable, tanto a OPAs obligatorias como voluntarias.

4.1.4. *Cuando la junta general de accionistas adopte alguna decisión o acuerdo que, a juicio del oferente, le impida mantener su oferta*

Se trata de una novedad del Real Decreto 1066/2007 que resulta coherente con la introducción en el artículo 28 del texto reglamentario de la previsión de que la junta general de accionistas pueda adoptar cualquier decisión susceptible de impedir el éxito de la oferta.

Es el supuesto de que la junta general de accionistas adoptara alguna decisión en ese sentido, incluyendo la emisión de valores, realizar o promover, directa o indirectamente, operaciones sobre los valores a los que

²² El único supuesto que se conoce es el de la retirada de una OPA presentada por CORTEFIEL sobre ADOLFO DOMÍNGUEZ, antes de que produjera la decisión de la CNMV. Dicha decisión fue tomada por CORTEFIEL [el promotor de la oferta, «al hacerse pública la decisión irrevocable de no aceptar la OPA por parte de los principales accionistas de la sociedad afectada cuya participación era superior al 50% (la OPA estaba condicionada a su aceptación por un mínimo del 51%)»]. Memoria de la CNMV, Informe Anual sobre Actividades, 2001, pg. 63.

afecte la oferta u otros, entre los que se incluyen los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores, la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles y otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta, o el acuerdo de distribuir dividendos extraordinarios o de remunerar de cualquier forma distinta a la política habitual a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada.

Este supuesto no se extiende, sin embargo, a la búsqueda de una oferta competidora ya que se trata de una decisión que puede adoptar el consejo de administración (artículo 28.1 del Real Decreto 1066/2007) y no constituye una acción que impide la oferta sino que puede incrementar la competencia entre oferentes en beneficio de los accionistas.

Una vez adoptado el acuerdo por la junta general de la sociedad afectada, el oferente debe decidir si, a su juicio, este hecho le impide continuar con la oferta o, por el contrario, le permite mantenerla ajustando su contraprestación. Esta decisión se configura como libre y, por tanto, no tiene otra limitación que no haber votado a favor de la decisión o acuerdo de que se trate en la junta general de la sociedad afectada (en caso, claro está, de que el oferente o quienes actúen con él en concierto sean accionistas de la sociedad afectada en ese momento) y obtener la previa conformidad de la CNMV.

4.2. INCUMPLIMIENTO DE CONDICIONES. SUPUESTOS PREVISTOS

En este caso hay que distinguir, nuevamente, entre ofertas voluntarias y obligatorias.

4.2.1. *Ofertas obligatorias*

En el caso de las OPAs obligatorias, el Real Decreto 1066/2007 se refiere a los supuestos previstos en las letras b), c) y d) del apartado 1 del artículo 26. Es decir, a los supuestos en que las autoridades de defensa de la competencia declarasen improcedente la operación propuesta, sujetaran su autorización al cumplimiento de alguna condición o si, antes de la terminación del plazo de aceptación, no hubiera recaído resolución expresa o tácita sobre la misma.

En primer lugar parece necesario hacer un comentario sobre la sistemática seguida por el Real Decreto 1066/2007. En efecto, por un lado, el artículo 30.2 de dicho texto legal establece que *«las ofertas públicas de adquisición obligatorias no podrán estar sometidas a condición alguna, salvo lo dispuesto en el artículo 26 de este Real Decreto. Por el contrario, las ofertas públicas de adquisición voluntarias podrán estar sometidas a condición conforme a lo dispuesto en los artículos 13 y 26»*. Por tanto, este precepto está calificando como condiciones a las que puede someterse la oferta tanto las del artículo 13 como las del artículo 26.

Por otro lado, el artículo 33 citado se refiere a los supuestos de desistimiento y, entre ellos, incluye parte de los que anteriormente ha calificado como condiciones.

La sistemática no parece la correcta puesto que no se trata de un supuesto de desistimiento sino de ineficacia del negocio por frustración de la condición a que estaba sometido²³. El desistimiento es, por definición, una decisión que debe poder tomar el oferente y, por ello, no equiparable a la renuncia a la condición que le confiere al oferente el artículo 33.3 del Real Decreto 1066/2007. Probablemente, sin embargo, el defecto de sistemática está en su precedente normativo: el artículo 24 en relación con el 37.2.b) y c) del Real Decreto 1197/1991.

4.2.2. Ofertas voluntarias

Además de los supuestos previstos en los apartados b), c) y d) del artículo 26.1 del Real Decreto 1066/2007, el artículo 33.3 de dicho texto legal añade que: *«las ofertas voluntarias quedarán sin efecto cuando no sean aceptadas por el número mínimo de valores al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos. Tratándose de otras condiciones impuestas, la oferta quedará sin efecto si al finalizar el plazo de aceptación, las condiciones no se hubieran cumplido, salvo que el oferente hubiese renunciado a su cumplimiento como máximo el día anterior a la finalización del plazo de aceptación (...)»*.

²³ En el mismo sentido, en relación con la normativa derogada, E. M^o VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad...* op. cit., pgs. 912-913.

Por tanto, se deben entender incluidas todas las condiciones a las que pueda someterse la eficacia de la oferta y a las que se refiere el artículo 13.2 del Real Decreto 1066/2007.

4.3. PROCEDIMIENTO Y EFECTOS SOBRE LAS ACEPTACIONES

4.3.1. Procedimiento

Los apartados 4 y 5 del artículo 33 del Real Decreto 1066/2007 establecen el procedimiento aplicable para el caso de desistimiento de la oferta. Así, se deberá comunicar inmediatamente a la CNMV:

(i) La decisión de desistir de la oferta, con indicación expresa y detallada de su motivo.

(ii) Las demás causas que dejen sin efecto la oferta. En este caso, se deben entender incluidas el no cumplimiento de las condiciones a que se hubiera sometido la eficacia de la oferta.

En relación con la condición relativa al número mínimo de aceptaciones, el artículo 36 del Real Decreto 1066/2007 establece que una vez publicado el resultado de la oferta, la CNMV comunicará en el plazo de 2 días hábiles a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que los valores estén admitidos a negociación y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, al oferente y a la sociedad afectada el resultado positivo o negativo, según se haya alcanzado, o no, el número mínimo de valores a que la oferta se haya condicionado y se hayan cumplido, o no, las restantes condiciones establecidas para la eficacia de la misma.

Por tanto, parece que en este supuesto no es preceptiva comunicación alguna del oferente.

Tales comunicaciones se harán públicas en la forma prevista para la publicación de la oferta por el oferente, en el plazo máximo de los dos días hábiles siguientes a su recepción por la CNMV.

Sin embargo, el procedimiento plantea distintas cuestiones no resueltas: ¿en qué plazo debe pronunciarse la CNMV cuando su conformidad es requerida en los términos expuestos anteriormente?, ¿en alguno de los supuestos previstos procederá la extensión del plazo de las aceptaciones?

En relación con la primera pregunta la CNMV tendrá un plazo muy reducido para pronunciarse sobre las causas de desistimiento y de frustración de la oferta, lo que resultará especialmente complejo cuando deba dar su conformidad sobre la concurrencia de circunstancias excepcionales,

ajenas a la voluntad del oferente, para que la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad.

En efecto, el plazo de 2 días hábiles para la publicación del hecho desde que haya sido comunicado a la CNMV parece afectar a todas ellas. Sin embargo, ante la probable imposibilidad fáctica de cumplir con dicho calendario me inclino por interpretar que, en el caso mencionado relativo a las circunstancias excepcionales, el *dies a quo* para su cómputo deberá ser el de la obtención de la conformidad por la CNMV.

4.3.2. Efecto sobre las aceptaciones

Una vez publicado el desistimiento o la causa que deje sin efecto la oferta, devendrán ineficaces las aceptaciones que se hubiesen presentado, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por las mismas.

No obstante, este precepto se debe entender sin perjuicio de lo previsto en el artículo 34.4 Real Decreto 1066/2007 en relación con las aceptaciones múltiples en caso de ofertas competidoras. En efecto, cuando existan ofertas competidoras, el texto reglamentario da la posibilidad de que se formulen declaraciones de aceptación múltiples, siempre que en ellas se indique el orden de preferencia y las declaraciones se hagan llegar a los distintos competidores.

En este caso, el cese de efectos de una oferta no tendrá otra consecuencia que la anulación de una de las alternativas incluidas en las aceptaciones múltiples, sin afectar a la validez de las restantes.

5. Ofertas competidoras

5.1. ANTECEDENTES

Las denominadas «ofertas competidoras» no son una novedad en derecho español. Ya los artículos 19 y 20 del Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, se ocupaban de esta materia, aunque con una técnica defi-

ciente que fue criticada por la doctrina²⁴. El Real Decreto 279/1984 dedicó su Capítulo V a un desarrollo más detallado de las ofertas competidoras cuyas deficiencias técnicas²⁵, aun persistentes, fueron, a su vez, corregidas por el Capítulo V del Real Decreto 1197/1991.

El artículo 31 del Real Decreto 1197/1991, en su redacción original²⁶ establecía que «*se considerarán ofertas competidoras las ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que en todo o en parte haya sido, previamente, presentada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y siempre que concurren los requisitos del artículo 33*».

A partir del precepto citado, el Real Decreto de 1991 establecía un régimen jurídico basado en los siguientes elementos:

(i) No toda oferta presentada antes de la finalización del plazo de aceptación de una anterior era considerada oferta competidora. Se establecían ciertos requisitos temporales y objetivos:

a) Debía ser presentada antes de transcurridos los quince días siguientes a la publicación de la oferta autorizada por la CNMV²⁷.

b) Debía tener por objeto, al menos, el mismo número de valores que la última oferta precedente y mejorar dicha última oferta, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida en, al menos, un 5%, bien extendiendo la oferta a un número de valores superior al 5% de aquella²⁸.

²⁴ J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 31.- Ofertas competidoras*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas...», op. cit., vol. II, pg. 588; J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Consideraciones para el estudio del régimen español de la OPA de valores mobiliarias*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1981, pgs. 751 y ss. (pgs. 758-759).

²⁵ J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 31.- Ofertas competidoras...*, op. cit., pgs. 588-589.

²⁶ Este precepto fue modificado por el Real Decreto 432/2003. Un comentario de su redacción original en J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 31.- Ofertas competidoras...*, op. cit., pgs. 585-663 (pgs. 585-609).

²⁷ Artículo 33.a) del Real Decreto 1197/1991. Vid. C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico...*, op. cit., pg. 139 y J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 31.- Ofertas competidoras...*, op. cit., pg. 627.

²⁸ Artículos 33.b) y c) del Real Decreto 1197/1991. Vid. J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 31.- Ofertas competidoras...*, op. cit., pgs. 628-629.

- c) La contraprestación debía ser, en todo caso, en metálico²⁹.
- d) Su plazo de aceptación debía ser de un mes, contado a partir de la publicación del primer anuncio de la oferta.
 - (ii) El proceso de subasta era abierto y permitía al primer oferente «cerrar la puja»³⁰.
- a) Ninguno de los oferentes que hubieran presentado ofertas competidoras podía modificar las condiciones de la oferta, salvo el oferente inicial.
- b) Sólo el oferente inicial podía mejorar su oferta, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas en, al menos, un 5%, bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior en, al menos, un 5% de la máxima de los competidores.

El Real Decreto 423/2003 modificó el régimen de las ofertas competidoras e introdujo el sistema de subasta en sobre cerrado³¹ que hoy conocemos y que eliminaba la ventaja del primer oferente. El objetivo de dicha modificación fue favorecer la competencia entre oferentes y, con ello, el incremento de precio en el proceso. Parte de la doctrina consideró, incluso, que se había perjudicado el mercado de control corporativo por haberse privado al primer oferente de ventajas³² que favorecerían su decisión de presentar la oferta.

Sus principales modificaciones sobre el régimen de OPAS competidoras fueron:

- (i) Características de las mejoras:
 - a) Se suprimió la exigencia de que la oferta competidora mejorara al menos en un 5% la oferta precedente. Bastaba con que la oferta competidora

²⁹ Artículo 33.d) del Real Decreto 1197/1991. Vid. C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico...*, op. cit., pg. 140.

³⁰ Para una crítica del régimen de subasta abierta previsto en la redacción original del Real Decreto 1197/1991, vid. B. ARRUÑADA SÁNCHEZ, *Crítica a la regulación de las OPAs*, en Revista de Derecho Mercantil, núms. 203-204, enero-junio 1992, pgs. 62-64; J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Diez años de vigencia...*, op. cit., pgs. 3075-3083.

³¹ Fue la propuesta de un sector doctrinal, vid. J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Diez años de vigencia...*, op. cit., pg. 3083. Se separa del régimen habitual en derecho comparado consistente en subasta pública, por ejemplo, en Reino Unido (vid. Rule 8.3 del *Takeover Code* inglés). Por otra parte, en un régimen de OPA obligatoria *a posteriori* el número de ofertas competidoras es mucho más reducido que en uno de OPA *a priori* (M. I. SÁEZ LACAVE, *Una aproximación al derecho de las OPAs competidoras (propósito de una reforma reciente)*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil núm. 92, octubre-diciembre 2003, pgs. 7-47 (pg. 45)).

³² M. I. SÁEZ LACAVE, *Una aproximación al derecho de las OPAs competidoras...*, op. cit., pg. 47.

mejorará las precedentes, bien extendiéndose a un número superior de valores o elevando la contraprestación.

Cuando la mejora era distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, debía presentarse un informe de experto independiente que acreditara que la oferta mejoraba efectivamente la última precedente.

No se consideraba, además, que se producía una mejora cuando la efectividad de la oferta quedaba condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que el máximo de las competidoras. Esta limitación supuso, en la práctica, un instrumento frecuentemente utilizado por los oferentes industriales para cercenar las posibilidades de presentación de ofertas competidoras por las entidades de capital riesgo. En efecto, desde un punto de vista práctico no existieron ofertas de *private equities* sobre la totalidad del capital de la sociedad afectada que no tuvieran como condición alcanzar un porcentaje de aceptaciones, al menos superior al 50% del capital de la sociedad afectada ya que, aunque de fácil obtención en la práctica, se trataba de un requisito que, normalmente era exigido por las entidades financieras en operaciones fuertemente apalancadas cuya única garantía estaba en las acciones adquiridas en la oferta.

No se consideraba, por el contrario, una limitación a las ofertas competidoras el que el competidor hubiera presentado una oferta condicionada a la adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada.

b) Características de la oferta precedente: el Real Decreto 423/2003 limitó, frente a la normativa por él derogada, el período en el que un oferente podía desistir de una oferta al comprendido entre el inicio del período de la aceptación de la oferta competidora y el séptimo día anterior a la terminación del plazo de aceptación para todas las ofertas vigentes.

(ii) Régimen de las ofertas competidoras³³: el Real Decreto 432/2003 introdujo, y ésta fue quizá su principal novedad, un sistema de subasta en sobre cerrado. Sus principales reglas procedimentales eran³⁴:

a) Las ofertas competidoras debían presentarse en el plazo de 10 días naturales a contar desde el inicio del período de aceptación de la oferta anterior, y siempre que no hubieran transcurrido 30 días naturales desde el inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial. La interpretación que, inicialmente, se dio a este precepto es que transcurridos cualquiera de los dos plazos, no era posible presentar nuevas ofertas competidoras. Sin embargo, dicha interpretación se flexibilizó por la CNMV con ocasión de la tramitación de algunas OPAs.

b) Procedimiento de mejora en sobre cerrado, consistente en que todos los oferentes en liza tenían una última y simultánea oportunidad para mejorar su oferta y presentar su puja final en un sobre cerrado ante la CNMV.

La subasta en sobre cerrado tenía lugar el quinto día hábil a efectos bursátiles a contar desde el inicio del plazo de aceptación de la última oferta

³³ Para un comentario sobre el régimen aplicable, vid. J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas...*, op. cit., pgs. 695-699 y F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 707-717.

³⁴ Aclaración de la CNMV en relación con la OPA de E.ON sobre ENDESA.

competidora posible o desde que hubiera transcurrido el plazo para su presentación y las ofertas finales debían mejorar, en las mismas condiciones que cualquier oferta competidora, la mejor oferta presentada hasta ese momento³⁵.

(iii) Plazos: Se limitaron algunos plazos para evitar que el proceso de ofertas competidoras se alargase demasiado. En concreto, se redujo de 15 a 10 días el plazo para la ratificación de las OPAs competidoras «simultáneas» o presentadas antes de la autorización por la CNMV de la primera oferta y se introdujo un plazo máximo de 30 días naturales para la presentación de ofertas competidoras a contar desde el inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial.

5.2. RÉGIMEN DE OFERTAS COMPETIDORAS. NORMATIVA COMUNITARIA Y FUNDAMENTACIÓN

La Directiva de OPAs establece en su considerando 22 que es necesario que los Estados miembros establezcan normas que contemplen la posibilidad de ofertas competidoras por los valores de una sociedad. A este respecto, el artículo 13 de dicha Directiva señala que «los Estados miembros establecerán asimismo normas que regulen las ofertas como mínimo en los siguientes ámbitos: (...) ofertas competidoras».

La ausencia de un desarrollo más extenso en la Directiva de OPAs, dejando libertad a los Estados miembros para establecer el régimen que tengan por conveniente, es coherente con su carácter de norma «de mínimos» antes comentada.

Por lo que se refiere a los posibles motivos para presentar una OPA competidora, de acuerdo con una clasificación ya clásica en la doctrina³⁶, cabe señalar, en primer lugar, el evitar que el primer oferente adquiera el control de la sociedad afectada (por ejemplo, para evitar que un competidor refuerce su posición en el mercado), en segundo lugar, el establecer una medida de defensa que puedan ejercitar los administradores de la sociedad afectada (*white knight defense*) y, finalmente, el aprovechar una oportunidad de negocio desvelada al mercado por el primer oferente, en la medida en que la toma de control de la sociedad afectada se revele

³⁵ La CNMV admitió, desde el primer caso que se planteó con ocasión de la OPA sobre ALDEASA (2005), que los oferentes que no ganasen en la subasta final pudiesen desistir tras la finalización del procedimiento.

³⁶ F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores...*, op. cit., pgs. 708-709.

como una buena operación en términos económicos (finalidad, por tanto, sin relevancia jurídica).

Por lo que se refiere a la promoción de ofertas competidoras como medida de defensa por parte del consejo de administración de la sociedad afectada, como se ha señalado anteriormente, y pese a las dudas que se suscitaron en los inicios de la normativa derogada³⁷, la búsqueda de tales ofertas es considerada, a partir de la normativa vigente, como una acción defensiva —la única— que puede ser tomada por el órgano de administración de la sociedad afectada sin la autorización de su junta general de accionistas y con independencia de cuál sea el papel jugado en dicha oferta por los administradores de la sociedad afectada.

No obstante, la intervención en la oferta competidora del órgano de administración de la sociedad afectada obliga a analizar las limitaciones de actuación de dichos administradores a la luz de la normativa societaria aplicable. Así, en primer lugar, la oferta competidora no podrá ser presentada, directa o indirectamente, por la propia sociedad afectada o por un tercero por cuenta de dicha sociedad, salvo con autorización de su junta general de accionistas y respetando, además, los límites existentes para la adquisición de acciones propias y de la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones.

Por otro lado, los administradores que se encuentren en una situación de conflicto de intereses deberán abstenerse de intervenir en la adopción de la decisión por el órgano de administración. Por ello, en la medida en que parte de los administradores de la sociedad afectada presentasen una OPA o estuvieran concertados con el oferente competidor para ello, deberán abstenerse de intervenir en las decisiones que sobre las restantes ofertas pudiera adoptar el órgano de administración de la sociedad afectada.

³⁷ L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y M. M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Limitación de la actuación del órgano de administración de sociedad afectada por el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición*, Revista de Derecho de Sociedades, 2002-1, núm. 18, pgs. 231-238, se mostró a favor de la posible búsqueda de ofertas (caballero blanco) (pg. 238). Por el contrario, el mismo autor parece mostrarse contrario a esta posibilidad en *Alcance y significado de la passivity rule...*, op. cit., pgs. 308-310.

A favor de la posible búsqueda de ofertas competidoras en vigencia de la normativa derogada, J. M. GARRIDO GARCÍA, *La actuación de los administradores...*, op. cit., pgs. 2719-2752 (pgs. 2742-2743).

Dicha obligación de abstención afectará a cualquiera de las medidas que, en su caso, pueda adoptar en relación con las ofertas: convocatoria de junta general de accionistas para la adopción de medidas defensivas, decisiones sobre la búsqueda, o no, de nuevas ofertas competidoras, etcétera.

Sin embargo, como anteriormente se ha señalado, dicha obligación de abstención no se extiende, en mi opinión, a la emisión del informe del consejo de administración previsto en el artículo 24 del Real Decreto 1066/2007 sobre las ofertas ya que en este caso no se trata propiamente de una decisión a adoptar por el consejo, sino de un informe de valoración sobre la oferta que debe ser analizado y valorado por el mercado. Por ello, sólo será necesario que se aporte suficiente información sobre la posición de los administradores y el potencial conflicto de intereses en el que pudieran encontrarse, con la advertencia de que sus opiniones deben ser valoradas a la luz de dichas situaciones.

5.3. CONCEPTO DE OPA COMPETIDORA

El artículo 40 del Real Decreto 1066/2007 conceptúa OPA competidora, al igual que hacia el artículo 31³⁸ del Real Decreto 1197/1991 derogado, a aquella que reúna los siguientes tres requisitos:

- (i) Que afecte a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la CNMV una oferta pública de adquisición.
- (ii) Que el plazo de aceptación de dicha oferta no esté finalizado.
- (iii) Que la nueva oferta reúna los requisitos del artículo 42 del Real Decreto 1066/2007 que serán analizados posteriormente.

Por lo que se refiere al oferente, no podrán presentar ofertas competidoras, las personas que actúen de forma concertada con el oferente o pertenezcan a su mismo grupo y aquellos que, de forma directa o indirecta, actúen por cuenta de él (artículo 41.2 del Real Decreto 1066/2007). Dicha norma, al igual que la correlativa incluida en el Real Decreto 1197/1991, tenía por finalidad evitar que un oferente presente ofertas «*contra sí mismo*».

Sin embargo, como novedad, el referido artículo 41.2 permite expresamente, como se ha mencionado, que el oferente se asocie o se concierte

³⁸ M. I. SÁEZ LACAVE, *Una aproximación al derecho de las OPAs competidoras...*, op. cit., pgs. 44-47.

con terceros con la finalidad de mejorar su oferta, siempre que se cumpla la restricción anteriormente señalada de que ninguna persona o entidad participe directa o indirectamente, en más de una oferta.

Además dicha asociación debe reunir los siguientes requisitos: que el oferente y el, o los terceros con los que se asocie o concierte, asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada y que la modificación de la identidad o la composición del grupo oferente y las demás variaciones se reflejen en un suplemento del folleto.

5.4. PLAZO DE PRESENTACIÓN, OBJETO, EXTENSIÓN Y PLAZO DE ACEPTACIÓN DE LA OFERTA COMPETIDORA

5.4.1. Plazo de presentación

Una OPA competidora podrá ser presentada en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día hábil anterior a la finalización de su plazo de aceptación, conforme a lo previsto en el artículo 42.1.a) del Real Decreto 1066/2007. Se extiende, por tanto, considerablemente el período en el que se pueden presentar las ofertas competidoras respecto de lo previsto en la normativa derogada.

El inicio del cómputo es, de acuerdo con la redacción literal del precepto, el de la presentación de la oferta inicial y, por tanto, aunque probablemente hubiera sido preferible otra solución, el *dies a quo* para ello no es el del anuncio de la oferta (artículo 16 del Real Decreto 1066/2007) sino el de su presentación (artículo 17 de dicho Real Decreto).

Por lo tanto, tal y como se ha comentado en el capítulo 4 de este trabajo, si entre el anuncio público de una oferta y su efectiva presentación, otro oferente anunciase y presentase efectivamente su oferta (i.e., antes de la presentación de la oferta anunciada en primer lugar), por aplicación de los artículos 40 y 42.1.a) del Real Decreto 1066/2007, la oferta anunciada en segundo lugar, pero presentada antes, pasará a ser la oferta inicial y la otra, si es finalmente presentada, pasará a tener la consideración de oferta competidora. La conducta previsible de los oferentes será, por ello, intentar acortar al máximo el período comprendido entre anuncio y presentación, procurando que sea simultáneo, en la medida de lo posible.

Por su parte, si la presentación de la oferta competidora se produjese entre la presentación de la oferta inicial y la publicación de los anuncios de la misma previstos en el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007, el artículo 41.4 establece expresamente que la CNMV lo hará saber al nuevo oferente, manifestándole que su oferta quedará sometida al régimen de las ofertas competidoras. Como en el régimen anterior, publicada la primera oferta, la CNMV dará un plazo de 10 días naturales al oferente que promovió la oferta competidora para que ratifique las condiciones de ésta o, cuando fuera necesario, las mejore.

En cuanto al término del plazo para la presentación de ofertas competidoras, el artículo 42.1.a) del Real Decreto 1066/2007, lo fija en el quinto día hábil anterior a la finalización del período de aceptación de la oferta inicial. Sin embargo, conforme a lo previsto en los artículos 23 y 44 del Real Decreto 1066/2007, el plazo de aceptación de la oferta inicial podrá ampliarse por diversas causas, dando lugar a una correlativa extensión del plazo para presentar ofertas competidoras:

(i) A solicitud del oferente, siempre que no se rebase el plazo máximo de setenta días contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio de la oferta, una vez que ésta haya sido autorizada por la CNMV.

(ii) Automáticamente, para que medien, al menos, 15 días naturales entre el día de la celebración de la junta general que deba aprobar la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación o decidir sobre las condiciones a los que se hubiere sujetado la oferta y el último día del plazo de aceptación, extensión que, lógicamente, no tendrá como límite el plazo máximo de 70 días.

(iii) Por decisión de la CNMV que podrá producirse en los siguientes casos: publicación de algún suplemento al folleto explicativo y siempre que la relevancia de la información incorporada así lo exija, o en los demás casos en que pueda resultar necesario. El acuerdo de la CNMV deberá ser motivado y fundamentarse en el buen fin de la oferta y en la debida protección de sus destinatarios.

(iv) Finalmente, además, la presentación de una oferta competidora interrumpe el cómputo del plazo de aceptación de la oferta u ofertas precedentes (y, por tanto, también de la oferta inicial), quedando automáticamente modificado en la medida necesaria de forma que los plazos de aceptación de todas las ofertas finalicen el mismo día.

Esta última previsión del artículo 44.1 del Real Decreto 1066/2007 hace que la sucesiva presentación de ofertas competidoras lleve a la extensión adicional del plazo de la oferta inicial y, consecuentemente, a una extensión del plazo para presentar nuevas ofertas competidoras (recuér-

dese que es hasta el quinto día hábil anterior a la finalización del plazo de aceptación de la oferta inicial), pudiendo producirse estas extensiones de forma indefinida en el tiempo, al no haber ninguna previsión en el Real Decreto 1066/2007 que ponga un límite fijo (como los 30 días desde el inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial que preveía el régimen derogado).

Otro problema, tampoco resuelto, es el de cómo afecta al plazo de presentación de ofertas competidoras el que, como consecuencia de la presentación de una oferta competidora, el oferente inicial desista al amparo de lo dispuesto en el artículo 33.1.a) del Real Decreto 1066/2007. Probablemente, lo más razonable en este caso sería que el cómputo se realice por referencia a la segunda oferta presentada, como si a estos efectos fuese la oferta inicial.

Por último, el establecimiento de un régimen de ofertas públicas obligatorias *a posteriori* también obliga a abordar el problema de que surja la obligación de formular una OPA obligatoria entre el quinto día natural anterior a la finalización del plazo de aceptación y dicha finalización, es decir, cuando teóricamente ya haya terminado el plazo para presentar ofertas competidoras. En este caso, debe entenderse que la CNMV ampliará los plazos previstos para la finalización del período de aceptación, de tal forma que pueda presentarse la OPA obligatoria como competidora.

5.4.2. Objeto

Al igual que en la anterior normativa, el artículo 42.1.b) del Real Decreto 1066/2007 establece que la OPA competidora debe presentarse sobre un número de valores no inferior a aquél al que se hubiera dirigido la última oferta precedente.

5.4.3. Extensión y contraprestación

El artículo 42.1.c) del Real Decreto 1066/2007 exige que la oferta competidora mejore la última oferta precedente, a cuyos efectos se prevén dos posibilidades:

(i) Elevación del precio o del valor de la contraprestación: la opción concedida por el Real Decreto es consistente con la posibilidad de que la contraprestación de la oferta se formule como compraventa, como permuta, o canje o como ambas a la vez (artículo 14 del Real Decreto 1066/2007). La

contraprestación de la oferta competidora puede adoptar cualquiera de las modalidades admitidas, con carácter general, por el citado Real Decreto.

La constatación de que se ha producido una mejora en el precio, cuando la contraprestación sea en dinero, será sencilla. Sin embargo, cuando se trate de una contraprestación total o parcialmente en especie, la comparación requerirá que se acredite por el oferente que se ha producido, efectivamente, la mejora, mediante la aportación de la opinión de un experto independiente que así lo acredite, salvo en el supuesto de que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta y la nueva dinero. En este caso se requiere que la mejora supere el precio equivalente indicado por el oferente en su oferta en aplicación de los criterios establecidos en el artículo 14.4 del Real Decreto 1066/2007.

Al igual que bajo la anterior normativa, la nueva nada establece sobre la forma ni sobre los criterios de designación del experto independiente, por lo que debe entenderse que su nombramiento y contratación corresponderá al oferente.

(ii) Extensión de la oferta a un número de valores superior al de la precedente: este supuesto, mantenido en la nueva normativa, sólo será aplicable en aquellos casos en los que tanto la primera oferta como la siguiente sean ofertas voluntarias y, además, la primera fue parcial ya que, en caso de tratarse de una oferta obligatoria deberá haberse dirigido, necesariamente, al 100% de los valores y, por tanto, cualquier oferta subsiguiente deberá afectar, igualmente, al 100% de los valores de la sociedad afectada.

Finalmente, a diferencia de la normativa derogada, es importante señalar que el Real Decreto 1066/2007 permite que la efectividad de la OPA competidora se condicione a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las ofertas precedentes y a cualquier otra condición admisible según se trate de OPA obligatoria o voluntaria, en los términos anteriormente comentados.

5.4.4. Plazo de aceptación

El plazo de aceptación de las ofertas competidoras será de treinta días naturales a partir del día siguiente al de la publicación del primer anuncio de la oferta, una vez autorizada ésta por la CNMV. El segundo o sucesivos oferentes no tendrán, por tanto, la posibilidad de establecer un plazo de aceptación de entre 15 y 70 días como el primer oferente ex artículo 23.1 del Real Decreto 1066/2007.

Las excepciones a la aplicación de este plazo son, exclusivamente:

(i) Cuando la contraprestación consista en valores a emitir o si la efectividad de la oferta ha quedado sujeta a la adopción de acuerdos por la junta de la sociedad afectada, el plazo de aceptación se extenderá automáticamente de forma que entre el día de celebración de la junta general y la

finalización del plazo de aceptación transcurran, al menos, quince días naturales.

(ii) Cuando la CNMV así lo acuerde de forma motivada en los demás casos en que pueda resultar necesario.

Por su parte, la presentación de una oferta competidora interrumpirá el cómputo del plazo de aceptación de la oferta u ofertas precedentes, quedando automáticamente modificado en la medida necesaria para que los plazos de aceptación de todas las ofertas finalicen el mismo día.

El nuevo plazo de aceptación y sus ampliaciones que, en los términos descritos, será único para todas las ofertas, será publicado por la CNMV a través de su página web.

5.5. AUTORIZACIÓN DE LA OFERTA COMPETIDORA. EFECTOS

La autorización de la oferta competidora por la CNMV seguirá el mismo régimen jurídico aplicable a la autorización de la primera oferta, que se regula en los artículos 16 a 22 del Real Decreto 1066/2007.

El primer efecto de la autorización de una oferta competidora es la posibilidad otorgada por el artículo 45.1 del Real Decreto 1066/2007 a los oferentes precedentes de desistir de su oferta. Dicho desistimiento deberá producirse antes de la fecha fijada para la modificación de la oferta en sobre cerrado. Sin embargo, cuando se trate de una oferta obligatoria, el oferente deberá esperar a que, al término del procedimiento aplicable a las ofertas competidoras, se mantenga una oferta competidora no sujeta a condición que mejore los términos de la oferta obligatoria. En este supuesto, obviamente, el desistimiento no tiene por qué producirse con anterioridad a la fecha señalada para la mejora de la oferta en sobre cerrado.

Por otra parte, cabe preguntarse si, una vez presentados los sobres, los oferentes de las ofertas «perdedoras» podrán, o no, desistir como venía siendo práctica habitual en vigencia de la anterior norma reglamentaria³⁹. Dicha posibilidad debería ser mantenida por la CNMV ya que en aras de la claridad del proceso, ésta sigue pareciendo la interpretación más adecuada de la norma pese a que la literalidad del artículo 45.1 del Real

³⁹ Así, por ejemplo, en el caso de las ofertas públicas de adquisición presentadas en el año 2005 sobre ALDEASA.

Decreto 1066/2007 hace referencia a que el desistimiento deberá producirse antes de la fecha fijada para la subasta en sobre cerrado.

Otro efecto de la autorización de una oferta competidora es que cualquier oferente que no haya desistido podrá modificar las condiciones de su oferta, siempre que no se haya publicado previamente al anuncio de otra OPA competidora. En el supuesto de que se haya publicado, deberá esperar para la modificación de su oferta hasta su autorización por la CNMV.

5.6. PROCEDIMIENTO DE SUBASTA EN SOBRE CERRADO

El Real Decreto 1066/2007 mantiene, en sus líneas fundamentales, el régimen introducido en 2003.

5.6.1. Antecedentes

En el año 2003 se introdujo una reforma sustancial en el procedimiento de Opas competidoras. En efecto, hasta la aprobación del Real Decreto 432/2003, el sistema vigente en España preveía que únicamente el primer oferente podía mejorar la oferta una vez finalizado el plazo para la presentación de ofertas competidoras. Dicho procedimiento daba una ventaja sustancial al primer oferente sobre los restantes y reducía, por ello, las posibilidades de éxito y los incentivos de los potenciales competidores.

Frente a este sistema, en el año 2003 se produjo un cambio pendular: se eliminó toda ventaja al primer oferente y se sustituyó el sistema de subasta abierta por un sistema de subasta en sobre cerrado que fue, entonces, criticado por la doctrina por diversos motivos: por un lado, se criticó la falta de información sobre las valoraciones de los rivales; también se criticó la falta de transparencia del proceso y, finalmente, el efecto que provocaba en los oferentes que les invitaba a alcanzar su precio máximo y que, en ocasiones, acabaran compitiendo contra sí mismos y, por último, que se produjeran maniobras de algunos de los oferentes sin un interés real en incrementar el precio, simplemente para «picar la puja».

La experiencia en los años de vigencia de este sistema ha contrastado que sólo parte de dichas críticas eran correctas.

En efecto, no parece que al sistema de subasta en sobre cerrado se le pueda atribuir falta de transparencia, más que por el hecho evidente de que el sobre se presenta cerrado y lacrado! La CNMV garantiza, con su intervención, la limpieza del proceso.

Sin embargo, sí parece acreditado que la aplicación del sistema ha supuesto un encarecimiento, a veces superficial, de las ofertas y que las pujas se hayan producido, en varias ocasiones, por el oferente contra sí mismo.

Por otra parte, merece la pena recordar que, en derecho comparado, el procedimiento más comúnmente utilizado es el de subasta abierta.

5.6.2. Normativa vigente

La regulación del procedimiento de subasta en el Real Decreto 1066/2007 se fundamenta en la idea de que, entre la alternativa de regular con carácter de mínimos el régimen de OPAs competidoras o hacerlo materialmente, se opta por mantener una regulación de fondo, que conserve en sus líneas principales un procedimiento de subasta en sobre cerrado, aunque con el otorgamiento de algunas ventajas al primer oferente que mitigue los defectos detectados en la normativa de 2003.

Esquemáticamente, el procedimiento de subasta en sobre cerrado es el siguiente:

(i) Presentación de ofertas competidoras. El quinto día hábil desde la terminación del plazo de presentación de las ofertas competidoras, todos los oferentes que no hayan retirado su oferta presentarán en sobre cerrado ante la CNMV una comunicación que podrá contener: (i) su última mejora, o (ii) la decisión de no modificar su oferta anterior. Esta obligación se producirá excepto si, como es lógico, fuera un único oferente el que subsistiera, en cuyo caso quedará dispensado de dicha obligación.

Junto con la mejora que, en su caso, hubiera presentado, el oferente deberá acreditar ante la CNMV la decisión adoptada, un suplemento al folleto en el que se detallen las modificaciones de la oferta con la misma precisión, extensión y exactitud que el folleto inicial y el modelo de los anuncios a publicar.

(ii) Apertura de sobres por la CNMV. La CNMV procederá a la apertura de los sobres el mismo día de su presentación –lo que ha sido la práctica habitualmente seguida hasta la fecha– o el siguiente día hábil bursátil. La actuación de la CNMV consistirá en: (a) valorar si las mejoras reúnen los requisitos exigidos en el Real Decreto 1066/2007 y si el oferente ha acompañado los documentos necesarios; (b) en caso de que la mejora cumpla con las exigencias de la normativa aplicable, la CNMV comunicará sus

condiciones a todos los oferentes y al mercado mediante la publicación en su página web; (c) por el contrario, en caso de que no reúna dichos requisitos, la CNMV tendrá la mejora por no efectuada y difundirá públicamente tal circunstancia.

(iii) Acreditación por el oferente de la garantía complementaria. Dicha acreditación se deberá producir ante la CNMV en los tres días hábiles siguientes a la publicación por ésta de las condiciones de todos los oferentes.

(iv) Autorización de las mejoras de las ofertas por la CNMV. En caso de que se trate de más de una oferta dicha autorización deberá producirse simultáneamente para todas ellas.

(v) Difusión pública de las nuevas condiciones de las ofertas siguiendo los procedimientos establecidos en el Real Decreto 1066/2007. Dicha difusión deberá producirse, al igual que la autorización, simultáneamente para todas las ofertas en liza.

(vi) Plazo de aceptación de las ofertas competidoras. Deberá extenderse hasta los 15 días naturales siguientes a la publicación de la modificación⁴⁰.

El órgano de administración de la sociedad afectada deberá emitir un informe en los términos previstos en el artículo 24 del Real Decreto 1066/2007. El plazo para la publicación de este informe será de cinco días naturales contados a partir de la fecha en que se publique la modificación, en lugar de los diez previstos con carácter general.

Finalmente, cabe señalar que, con carácter general, y salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los requisitos establecidos inicialmente para la aceptación de cada una de las ofertas, se entenderá que los destinatarios de éstas que las hubieran aceptado con anterioridad a sus modificaciones se adhieren a las respectivas ofertas modificadas, con independencia de la fórmula que se eligiera para su aceptación, i.e. aceptación individual o múltiple.

⁴⁰ La CNMV admitió la posibilidad de que los oferentes que no hubieran ofrecido el mejor precio en la subasta en sobre cerrado, desistieran de su oferta, pese a no estar explícitamente contemplado por la normativa entonces vigente (OPA de AUTOGRILL y ALTADIS sobre ALDEASA [2005]). Entiendo recomendable que dicho criterio se haga constar en el folleto explicativo de la oferta.

ACTUACIONES POSTERIORES. LAS COMPRAVENTAS FORZOSAS

1. Planteamiento

Tal y como anteriormente he señalado, uno de los casos en los que cabe la exclusión directa de cotización de las acciones de la sociedad afectada sin necesidad de presentar una OPA por exclusión es «cuando se den las condiciones previstas en el artículo 47 para el ejercicio de las compraventas forzosas» [artículo 11.a) Real Decreto 1066/2007].

La posibilidad de adquirir la totalidad del capital social de la sociedad afectada resulta importante en muchas de estas operaciones en las que es condición necesaria, aunque no suficiente, la exclusión de cotización. En estas operaciones, sólo la ausencia de accionistas minoritarios permite: (i) la planificación de la estrategia empresarial de un grupo de sociedades sólo en interés del grupo y, por tanto, sin tener que tomar en consideración la compatibilidad de los intereses del grupo y los de los accionistas minoritarios de la sociedad afectada¹ y (ii) la realización eficiente de operaciones de reestructuración societaria posteriores a la toma de control que deban

¹ La responsabilidad por la dirección del grupo es un tema clásico entre la doctrina española y se extiende tanto respecto de las «instrucciones favorables a la sociedad dominante y perjudicial para alguna sociedad dominada [como respecto a las] instrucciones favorables a alguna sociedad dominada y perjudiciales a la sociedad dominante» (P. GIRGADO PERANDONES, *La empresa de grupo y el derecho de sociedades*, Ed. Comares, 2001, pgs. 393-404 [pg. 394]). En el mismo sentido, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Poder de dirección y responsabilidad de los grupos de sociedades*, Fundación Juan March, Madrid, 1972 y F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, op. cit., pgs. 330-338.

realizarse para la optimización de la adquisición y que son propias de un LBO².

Todo ello hace que el estudio de esta novedosa institución en el derecho español cobre especial relevancia cuando se analizan las implicaciones jurídicas de las operaciones de *public to private*³.

2. Justificación económica de una regulación para las compraventas forzosas

La permanencia de accionistas minoritarios después de una oferta pública de adquisición crea varios problemas que afectan a los intervinientes en el proceso: oferentes y accionistas de la sociedad afectada y, por ello, al desarrollo y eficiencia del mercado de control corporativo.

2.1. COSTES PARA EL OFERENTE DE LA PERMANENCIA DE ACCIONISTAS MINORITARIOS

El accionista mayoritario incurrirá en costes debidos a la imposibilidad de integrar eficientemente el negocio de la sociedad afectada en su grupo. Una correcta alineación de la gestión de la sociedad afectada y del grupo, del uso de sus activos y de la estructura organizativa y la gestión financiera de la sociedad afectada resultan fundamentales para maximizar los beneficios de la adquisición⁴. Por tanto, en caso de que no se consiga la propie-

² Cuando la sociedad constituida al efecto de la realización de la oferta asume un volumen importante de deuda, la posterior absorción de la sociedad objetivo implicará la dilución de la participación final del promotor de la oferta en la sociedad afectada y, dependiendo de la relación recursos ajenos/recursos propios de la sociedad oferente y del porcentaje de accionistas minoritarios tras la OPA, podrá incluso implicar la pérdida del control de la misma.

³ A. VARELA, J. JUSTE e I. ERLAIZ, *Las operaciones de public to private*, en J. M. ÁLVAREZ ARJONA (dir.), «Capital Riesgo (Private Equity)», op. cit., pgs. 587-657 (pg. 657).

⁴ R. C. CLARK, *Corporate Law...*, op. cit., pg. 510: «When a freeze-out involves a merger or combination of two real businesses, of course, then any of the usual benefits from corporate combinations may be the expected as a result. These benefits include possible economies of scale in financing, management, marketing, or production; complementary uses of resources; and so forth. Even here it may be doubted that the benefits depend on the freeze-out of shareholders as opposed to an ordinary merger. But where the existence of benefits meets with greatest skepticism is in the case of going private transactions and management buyouts where no combination of real business operations is about to occur». Este coste

dad del 100% del capital de la sociedad objetivo, el oferente incurrirá en una serie de costes e ineficiencias que harán menos atractiva la operación y, por tanto, reducirán el precio. Así:

(i) El accionista mayoritario soportará costes por tener que mantener la personalidad jurídica independiente de la sociedad: convocatoria de juntas generales de accionistas, mantenimiento del derecho de información de los accionistas minoritarios, riesgo de que los accionistas minoritarios actúen con la finalidad de dificultar la gestión de la sociedad⁵, etcétera.

(ii) El accionista mayoritario no podrá adoptar aquellas decisiones que, aunque sean beneficiosas para el grupo en su conjunto, puedan entrar en conflicto con los intereses de los accionistas minoritarios de la sociedad afectada⁶.

(iii) La eficiente reestructuración del grupo después de la adquisición puede requerir, por ejemplo, la distribución de dividendos extraordinarios o la fusión del vehículo utilizado por el oferente para la adquisición, con la sociedad afectada. La eficiencia económica e incluso su viabilidad misma, pueden verse obstaculizadas por la presencia de accionistas minoritarios⁷.

2.2. COSTES PARA LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

Los accionistas minoritarios que no deseaban vender su participación y se ven forzados a ello, pueden tener que verse afectados, a su vez, por los siguientes costes:

(i) Costes asociados a la planificación fiscal del accionista, vinculados a la existencia de una normativa que discrimina el tratamiento fiscal de la renta originada como consecuencia de la venta de su participación en función del período transcurrido desde que fue adquirida y a la situación fiscal concreta del accionista vendedor (por ejemplo, que cuente con pérdidas fis-

es igualmente citado en el Informe Winter sobre ofertas públicas de adquisición de acciones (pg. 60) y por C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out en el derecho español*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 91, julio-septiembre 2003, pgs. 7-38, pg. 10.

⁵ Estos derechos de minoría y, en paralelo, las obligaciones asumidas por la sociedad cotizada han sido ya abordadas, aunque tangencialmente, en este trabajo. Para una descripción detallada de su regulación en nuestro derecho, vid. J. JUSTE MENCIA, *Los derechos de minoría...*, op. cit. Igualmente se puede consultar R. C. CLARK, *Corporate law...*, op. cit., pgs. 510-511.

⁶ P. GIRGADO PERANDONES, *La empresa de grupo...*, op. cit., pgs. 386-389.

⁷ Me refiero, en especial, a la reestructuración societaria posterior a la toma de control de la sociedad en operaciones de LBO. Al respecto, vid. I. ERLAIZ CO-TELO, *Las operaciones de Leveraged Buy-Out (LBO)*, op. cit., pgs. 542-544.

cales con los que compensar el beneficio generado en la venta, la capacidad de reinvertir de manera fiscalmente eficiente el importe obtenido, etc.)⁸.

(ii) Costes de seleccionar e identificar posibilidades de inversión alternativas⁹, y

(iii) Los denominados «costes de decepción»¹⁰, que son los derivados de la frustración de sus expectativas. «La magnitud de este coste, sin duda el más relevante, está correlacionado con el valor subjetivo que tenga la participación para el minoritario, pues siendo éste un valor inobservable por los ojos de terceros, no es susceptible de compensación adecuada». Sin embargo, estos costes no deberían ser significativos en el caso de una participación minoritaria en una sociedad cotizada donde, por definición, el interés subjetivo en el mantenimiento de la inversión debería, en condiciones normales, ser valuable económicamente.

2.3. INTERFERENCIAS EN EL MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO

Un mercado eficiente de control corporativo se ha identificado, unánimemente, como una fuente de creación de valor¹¹. La inexistencia de mecanismos para excluir a los accionistas minoritarios de una sociedad cotizada tras una oferta pública supone o puede suponer un menor precio de la oferta, por cuanto que el oferente debe asumir costes por la permanencia de los accionistas minoritarios en la sociedad, que reducen para él el valor

⁸ Se trata de un problema clásico (vid. R. C. CLARK, *Corporate law...*, op. cit., pgs. 504-505) que en España es actualmente menos relevante desde un punto de vista legal, desde que la normativa del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas no establecen una tributación distinta por la venta de las participaciones en una sociedad en función del período transcurrido entre su adquisición y su venta. No obstante, existen determinados beneficios fiscales como la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios aplicables en función del tiempo de tenencia de la participación que pueden resultar relevantes, en aplicación del Impuesto sobre Sociedades.

⁹ Citadas por R. C. CLARK, *Corporate law...*, op. cit., pg. 505 y C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pg. 10.

¹⁰ Se trata de una denominación utilizada por C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pg. 10, que toma de R. C. CLARK, *Corporate law...*, op. cit., pg. 505 («Defected expectations»).

¹¹ Nueva propuesta de Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición y el establecimiento de unas reglas de juego uniformes. Con particular referencia a las recomendaciones formuladas por el Grupo de expertos de alto nivel sobre derecho de sociedades creado por la Comisión Europea. Parlamento Europeo, Dirección General de Estudios. Documento de trabajo, pgs. 13-16. Serie Asuntos Jurídicos.

de la sociedad afectada¹² y, además, se enfrentará ante la imposibilidad de evitar el efecto de los *free-riders* sobre la oferta. En efecto, los accionistas minoritarios y dispersos pueden pensar que el valor que tendrá la empresa cuando sea adquirida por el oferente será mayor al precio de la oferta. Si este convencimiento es asumido por un número suficiente de accionistas minoritarios, la oferta podría llegar a no tener éxito. La literatura económica norteamericana, señaló desde hace años la necesidad de establecer mecanismos que disuadan al accionista de actuar en base a esta lógica, habiéndose propuesto, entre ellos, el *squeeze out*¹³.

El análisis económico subyacente relativo a la introducción de la compraventa forzosa requiere, por tanto, de la comparación entre sus costes y beneficios. Sólo si el neto entre unos y otros es positivo, es decir, si son mayores los beneficios que los costes, la introducción de un procedimiento de compraventa forzosa estará económicamente justificado.

De la descripción de los costes que para el oferente supone la inexistencia de un procedimiento de *squeeze-out* y de los que para los accionistas minoritarios supone su introducción, parece evidente la conclusión de que son mayores los primeros que los segundos¹⁴.

Además, cuanto mayor es el número de accionistas que se «benefician» del precio que el oferente está dispuesto a ofrecer, mayor es el beneficio conjunto y, por el contrario, cuanto menor es el número de valo-

¹² Señalado por la doctrina económica: M. BURKHART y F. PANUNZI, *Mandatory bids, squeeze-out...*, op. cit., pgs. 17-19.

¹³ S. L. GROSSMAN y O. D. HART, *Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of corporation*, Bell Journal of Economics 11 (1980), pgs. 42 y ss.; Y. AMIHUD, M. KAHAN y R. SUNDARAM, *The efficiency and welfare foundations of freeze out laws in takeovers*, New York University, Center for Law and Business, working paper LB-02-00, marzo de 2002, disponible en <http://paper.ssm.com/abstract=305242>.

¹⁴ R. C. CLARK, *Corporate law...*, op. cit., pgs. 512-513: «How important each of the possible harms and benefits are in the real world is a difficult empirical question. Uncertainty over the aggregate net effects of these transactions suggest we should avoid extreme rules -like a rule forbidding at freeze-outs or a rule permitting all of them so long as they are effectuated at the stock's market price or better». Concluye en el sentido sugerido en este trabajo, C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pg. 10.

res que los accionistas minoritarios pueden verse compelidos a vender, menor es el coste conjunto para ellos de la introducción del *squeeze-out*¹⁵.

Sin embargo, aun asumiendo como hipótesis que el análisis económico precedente fuera correcto, sería necesario analizar la compatibilidad del *squeeze-out* con el conjunto del ordenamiento jurídico y, en concreto, con el derecho a la propiedad privada de las acciones de la sociedad cotizada.

3. El derecho constitucional a la propiedad privada

La propiedad privada no está configurada como un derecho constitucional absoluto. El artículo 33 de la Constitución Española, junto con el reconocimiento del derecho a la propiedad privada, establece en su apartado 2 su función social y en el 3 que nadie podrá ser privado de su derecho «sino por causa justificada de utilidad pública o interés social, mediante la correspondiente indemnización y de conformidad con lo dispuesto por las leyes».

Las dudas iniciales sobre la compatibilidad del *squeeze-out* con el derecho constitucional a la propiedad privada se han ido disipando paulatinamente. La normativa sobre la compraventa forzosa está dentro de los límites a la propiedad privada constitucionalmente admisibles. Su fundamento radica en que la intervención debe responder a razones de interés público y que debe ofrecerse una compensación adecuada por la privación de dicho derecho¹⁶.

Pues bien, el interés público que justifica la compraventa forzosa reside en el mantenimiento de un mercado de control corporativo eficiente y líquido. Eficiente, por cuanto que debe ser capaz de funcionar de forma que puedan maximizarse los precios mediante una eficiente asignación de

¹⁵ C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pg. 11.

¹⁶ Vid. C. PAZ-ARES, *Principios de eficiencia y derecho privado*, en AAVV, «Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a M. Broseta Pont», vol. III, Valencia, 1995, pgs. 284 y ss.; F. REY MARTÍNEZ, *La propiedad privada en la Constitución Española*, Madrid, 1994, pg. 276. En similares términos ha sido tratado por la doctrina estadounidense que ha señalado que el factor más relevante para su admisibilidad es la compensación ofrecida (por todos, vid. R. C. CLARK, *Corporate law...*, op. cit., pgs. 512-513).

costes y beneficios. Líquido, de forma que las operaciones del mercado de control corporativo no se puedan ver frustradas por decisiones de los accionistas minoritarios que vengan motivadas por la inadecuación de las condiciones de funcionamiento del mercado¹⁷.

En cuanto a lo que constituye una adecuada compensación, los criterios para su determinación deben estar establecidos en la normativa aplicable y sometidos al control de los tribunales de justicia¹⁸. Sin embargo, no parece difícil concluir sobre que el precio aceptado por una amplísima mayoría de los accionistas es presunción razonable de que constituye una compensación adecuada en la compraventa forzosa.

4. Origen normativo

Una vez que el Parlamento Europeo rechazó la segunda propuesta de Directiva sobre OPAs, la Comisión Europea se comprometió a encomendar a un grupo de expertos en derecho societario la elaboración de un informe sobre tres cuestiones: (i) la definición de «precio equitativo» (*equitable price*), (ii) el derecho del accionista que, como consecuencia de una OPA se convierte en mayoritario, de adquirir las acciones propiedad

¹⁷ Así se señala en el Informe Winter (pgs. 61-62) que cita, a título de ejemplo, distintas decisiones jurisdiccionales: *German Supreme Court of 7 August 1962, Feldmühle*; *French Supreme Court of 29 April 1997, Association de défense des actionnaires minoritaires et autres contre Société Générale et autres, Recueil Dalloz 1998*, pgs. 334-338; *Decision of the German Supreme Court of 27 April 1999, DAT/ALTANA*; *Decision of the German Supreme Court of 23 August 2000, Moto Meter*. C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pgs. 13-16 se pronuncia en el mismo sentido y cita resoluciones y doctrina comparada entre las que incluye precedentes portugueses, además de alemanes, franceses e italianos. La jurisprudencia alemana ha continuado siendo consistente en sus pronunciamientos posteriores a las sentencias citadas en el Informe Winter (vid. Z. GONZÁLEZ BLANCO, *Squeeze-out: el Tribunal Supremo federal alemán considera que la constitucionalidad de la transferencia forzosa de las acciones de accionistas minoritarios al accionista principal con arreglo a la Ley de Sociedades alemana está fuera de duda*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 101, enero-marzo 2006).

¹⁸ J. M. COLEMAN, «*The Appraisal Remedy in corporate Freeze-Outs: Questions of Valuation and Exclusivity*», *Southwestern Law Journal*, 1984, pgs. 776 y ss. En nuestra doctrina, C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pgs. 34-37.

de los minoritarios, y (iii) el necesario tratamiento igualitario de los accionistas en todos los Estados.

El grupo de trabajo designado, presidido por Jaap Winter publicó, en enero de 2002, su informe sobre las tres cuestiones planteadas y sobre otras que le parecieron relevantes en materia de OPAs. Entre ellas, destaca el tema de la compraventa forzosa, que había sido ajeno, hasta entonces, a las propuestas de Directivas comunitarias¹⁹.

No se trataba, sin embargo, de un concepto nuevo²⁰. La legislación de distintos Estados miembros las contemplaban en diferentes supuestos, aunque más frecuentemente tras una OPA y existían, además, trabajos preparatorios en el ámbito comunitario que lo preveían (como la propuesta de Novena Directiva sobre grupos de sociedades).

4.1. RECONOCIMIENTO POR LOS ESTADOS DEL DERECHO DE COMPRAVENTA FORZOSA CON ANTERIORIDAD A LA APROBACIÓN DE LA DIRECTIVA DE OPAs

De acuerdo con el Informe Winter, aproximadamente el 50%²¹ de los Estados miembros tenían regulaciones que establecían derechos de com-

¹⁹ Vid. J. M. BENEYTO y J. PUENTE, *Las ofertas públicas...*, op. cit., pgs. 543 y ss.

²⁰ En Holanda, Bélgica, Portugal y Austria, el *squeeze-out* se reconocía ya con anterioridad al Informe Winter y con carácter general respecto de todas las sociedades cotizadas. En el caso del Reino Unido, Italia y Suiza se contemplaba también, pero limitado al supuesto de previa presentación de una OPA.

²¹ Con anterioridad a la entrada en vigor de la Directiva de OPAs, diversos Estados europeos tenían en sus legislaciones procedimientos de *squeeze-out*. La mayoría de ellas tras la presentación de una OPA: (i) Reino Unido. Las *Sections 428-430 F* de la *Companies Act* de 1985 establecían ese derecho tras una oferta en la que se hubiera obtenido un éxito del 90% de las acciones a las que la oferta iba dirigida; (ii) Italia, el artículo 111 del Decreto Legislativo de 1958 lo permitía cuando un oferente fuera propietario, tras una OPA, de un porcentaje superior al 98% del capital con derecho de voto de una sociedad; (iii) Bélgica, cuando se obtuviera, tras una oferta, el 95% de los derechos de voto de una sociedad. Reglas similares estaban vigentes en Suecia (con un 90%), en Portugal (con un 90% de los derechos de voto totales) y en Francia, con un 95%.

En Finlandia e Irlanda, existía un procedimiento de compraventa forzosa tanto para compañías cotizadas como no cotizadas. Era excepcional (por ejemplo, Alemania y España) el caso de países en que no existían dichas reglas.

Fuente: SJ Berwin (Editor). *European Private Equity & Venture Capital Association. Public to Private Transactions, Special Papers*, 2001.

praventa forzosa. Sin embargo, en relación con ellos era necesario diferenciar aquellos que reconocían ese derecho sólo respecto de sociedades cotizadas de aquellos otros países, los menos, que lo hacían respecto de todas las sociedades, cotizadas y no cotizadas. Incluso, algún Estado miembro reconocía dicho derecho sólo en relación con sociedades no cotizadas.

Además, entre los Estados miembros que reconocían el derecho de compraventa forzosa respecto de las sociedades cotizadas, cabe diferenciar también los que sólo lo preveían a favor de los oferentes que, previamente, hubieran presentado una oferta pública de adquisición, de aquellos en que se reconocía con carácter general.

Finalmente, debe diferenciarse entre Estados que condicionaban el ejercicio del derecho en función de un determinado porcentaje de propiedad de la sociedad afectada de aquellos otros que no lo establecían. Respecto de los primeros, cabe, a su vez, identificar Estados que establecían ese límite porcentual respecto de la participación accionarial en la sociedad afectada, de los derechos de voto o de ambos. Además, cuando el derecho de compraventa forzosa se establecía únicamente después de la liquidación de una OPA, algunos de dichos Estados consideraron relevante no sólo la participación accionarial o de derechos de voto en la sociedad afectada sino también el porcentaje de éxito de la oferta.

4.2. LOS PRECEDENTES EN DERECHO COMUNITARIO

En el momento de la publicación del Informe Winter, el derecho de compraventa forzosa no estaba regulado en la normativa de la Unión Europea. Los mecanismos previstos en los artículos 36 y 37 de la Segunda Directiva eran diferentes a las compraventas forzosas.

Después del proceso SLIM de simplificación de la Segunda Directiva del derecho de sociedades, el primer Informe Winter sobre las ofertas públicas de adquisición de valores de abril de 2002, recomendó:

(i) Establecer una normativa a nivel comunitario que asegurase que los derechos de compra y venta forzosa existiesen en todos los Estados miembros.

(ii) Dejar suficiente margen de actuación a cada uno de los Estados miembros para que pudiesen tomar en consideración en el establecimiento de los umbrales accionariales y en la determinación de la contraprestación que deba ser ofrecida, las peculiaridades de su derecho de sociedades.

(iii) El establecimiento del umbral para poder ejercitar el derecho de compraventa forzosa entre el 90 y el 95% del capital de la sociedad afectada y, alternativamente, que los Estados miembros pudiesen también establecerlo en relación con el porcentaje de aceptación de la oferta (90%). Asimismo, cuando la sociedad afectada hubiese emitido distintas clases de acciones, dichos límites deberían aplicarse para cada una de ellas. En el caso de la venta forzosa, el Informe Winter recomendó que se fijase como un porcentaje sobre el capital.

(iv) La consideración del precio de la oferta como justo cuando sea el ofrecido en una oferta voluntaria aceptada por, al menos, el 90% de las acciones a las que la oferta se hubiese dirigido. Si se tratara de una oferta obligatoria, el precio de la oferta debería presumirse justo en todo caso, aun cuando la oferta no hubiera alcanzado el porcentaje de éxito señalado. En las restantes situaciones, el Informe propugnaba que fuesen expertos independientes los que determinasen el precio.

En cuanto al tipo de contraprestación, el Informe Winter recomendó que en los casos de compraventa forzosa se ofreciera efectivo, al menos, como alternativa.

El segundo Informe Winter²², sobre la modernización del derecho de sociedades (noviembre de 2002), abordó igualmente la figura de la compraventa forzosa y se pronunció favorablemente respecto a su introducción en los distintos Estados miembros en relación con sociedades cotizadas y no sólo en el supuesto de que se hubiera presentado previamente una OPA. Respecto de las sociedades no cotizadas y pese a que estaba previsto en la normativa de algún Estado miembro, recomendó un análisis más detenido dado que en esos casos existen, normalmente, otros instrumentos de protección de los accionistas minoritarios que deben ser tenidos en cuenta.

Por lo que se refiere a los trabajos preparatorios de las Directivas, la figura del *squeeze-out* sólo fue incluida en la propuesta de Novena Direc-

²² El Informe Winter señala lo siguiente (pgs. 109-110): «*Most responses favoured the creation of a facility, for an overwhelming majority shareholder with 90-95% of the capital, compulsorily to buy out the minority, not only after a takeover bid as proposed in our First Report, but generally regardless of how the majority was acquired. The price would be set on the basis of a right to demand approval of a fair value. The respondents almost all supported a corresponding right for the minority to require a sell-out.*».

Además, el Informe Winter plantea a este respecto que el *squeeze-out* y el *sell-out* deberían ser aplicables a las sociedades cotizadas, planteándose la duda de si exclusivamente por un período de tiempo tras la presentación de una oferta pública de adquisición o indefinidamente, siendo la valoración el principal problema de esta última alternativa.

tiva sobre grupos de sociedades, en cuyo artículo 33 se permitía que la declaración de formación de un grupo por una sociedad que hubiera alcanzado, directa o indirectamente, el umbral del 90% en el capital de la sociedad cotizada, incluyera su derecho a adquirir las acciones de los accionistas minoritarios.

Finalmente, la Directiva de OPAs²³ introdujo en sus artículos 15 y 16 el régimen de las ventas y compras forzosas, respectivamente. El régimen jurídico previsto en dichos preceptos es muy similar al recogido en el Informe Winter y se fundamenta en:

(i) La previa presentación de una oferta dirigida al 100% de los valores de la sociedad afectada (artículos 15.1 y 16.1 de la Directiva de OPAs).

(ii) El derecho a la adquisición forzosa referenciado a un límite que los Estados miembros establecerán y que podrá estar relacionado con:

a) Cuando el oferente posea valores que representen, al menos, el 90% del capital que confiere derechos de voto y el 90% de los derechos de voto de la sociedad afectada. Este umbral podrá ser elevado por los Estados miembros hasta el 95%; o

b) Cuando haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen, al menos, el 90% del capital de la sociedad afectada que confiere derechos de voto y el 90% de los derechos de voto incluidos en la oferta²⁴.

²³ En el apartado 1 (*Consideraciones generales*) de la exposición de motivos de la propuesta de Decimotercera Directiva (de OPAs) presentada por la Comisión Europea el 2 de octubre de 2002, se afirma lo siguiente: «*La nueva propuesta tiene el mismo ámbito de aplicación y recoge los mismos principios fundamentales que la anterior. Sin embargo, se ha completado en atención a las enmiendas del Parlamento Europeo a la anterior propuesta. A este respecto, la propuesta sigue las recomendaciones formuladas a la Comisión en el "informe Winter" sobre una definición común de "precio equitativo" (artículo 5) y a la introducción de un derecho de recurso a la retirada obligatoria ("squeeze out") (artículo 14) y a la recompra obligatoria ("sell out") (artículo 15) tras una oferta pública de adquisición.*».

²⁴ La opción concedida por la Directiva de OPAs ha sido aplicada de manera desigual por los diferentes Estados miembros. Así, han seguido la primera alternativa que preveía la Directiva (90% del capital social y 90% de los derechos de voto) Austria, República Checa, Chipre, Dinamarca, Finlandia, Irlanda, Malta, Polonia y Eslovenia; se han limitado a hacer referencia al 90% de los derechos de voto Grecia y Hungría; y, por el contrario, ha optado por el 90 por ciento del capital social, Suecia. Han optado por elevar el porcentaje al 95%, al amparo de la opción permitida por la Directiva de OPAs en el último párrafo de su artículo 15.2, Bélgica, Alemania, Francia (el 95% se aplica sobre el capital o los derechos de voto, indistintamente), Letonia (para el *squeeze-out*), Lituania, Luxemburgo (para el *squeeze-out*), Holanda, Eslovaquia e Italia. Finalmente, han optado por la alternativa b), es decir, por exigir el 90% del capital y de los derechos de voto y el 90% de éxito en la oferta, Reino Unido y España. Se trata, sin duda, del supuesto de

(iii) Cuando existan diferentes clases de acciones, los Estados miembros podrán establecer la aplicación de estas reglas para cada una de ellas²⁵.

(iv) El oferente podrá reclamar la venta forzosa en un plazo de tres meses tras la finalización del plazo de aceptación de la oferta pública de adquisición.

(v) Los Estados miembros velarán porque se establezca un precio justo. La contraprestación deberá adoptar la misma forma que la de la oferta o realizarse en efectivo, pudiendo determinar los Estados miembros que el dinero se ofrezca obligatoriamente, al menos, como alternativa (lo que no ha sido recogido en el derecho español, conforme al artículo 48.5 del Real Decreto 1066/2007).

Si la oferta fuese voluntaria, la contraprestación se presumirá justa cuando hubiera sido aceptada por, al menos, el 90% del capital con derecho a voto de la sociedad afectada y, en el caso de oferta obligatoria, se considerará justo el precio equitativo.

5. Precedentes en derecho español

El mecanismo de *squeeze-out* no existió propiamente en el derecho español hasta la entrada en vigor, el 13 de agosto de 2007, del nuevo régimen de OPAs. Sin embargo, existían instrumentos que permitían articular, en ciertas condiciones, una suerte de *squeeze-out*. Entre ellos el más idóneo pareció la posibilidad de amortizar un conjunto concreto de acciones conforme a lo dispuesto en el artículo 164.3 de la Ley de Sociedades Anónimas²⁶, que exigía la aprobación mayoritaria por los accionistas inte-

mayor exigencia en países con fuerte concentración accionarial en sus sociedades cotizadas como es el caso de España.

²⁵ Esta opción, recomendada por el Informe Winter, no ha sido seguida en España.

²⁶ Para un comentario sobre lo que el autor denominó «*squeeze-out en derecho español*», vid. C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pgs. 16 y ss. Este procedimiento fue utilizado después de la oferta pública de adquisición presentada por RETOS CARTERA sobre RECOLETOS. En virtud de la referida OPA, RETOS CARTERA alcanzó una participación del 98% del capital social de RECOLETOS. El 15 de abril de 2005, RETOS CARTERA comunicó mediante hecho relevante su decisión de excluir de bolsa las acciones de RECOLETOS y mantener una orden permanente de compra en el mercado al precio de la oferta, convocándose inmediatamente junta general de accionistas de RECOLETOS para aprobar la exclusión (que se celebró el 5 de mayo de 2005). Con fecha 14 de julio de 2005, RECOLETOS hizo público un hecho relevante en el que informaba que RETOS CARTERA había alcanzado una participación del 98,64% en el capital social de RECOLETOS. Con fecha 21 de julio de 2005, la CNMV acordó la exclusión de cotización de Recoletos.

resados²⁷, tanto por los que salen de la sociedad como consecuencia del acuerdo de reducción de capital como por los que permanecen en ella (siguiendo un procedimiento de votaciones separadas y sin que sea necesario su consentimiento individual²⁸) y la constitución de la junta y la aprobación del acuerdo con el *quorum* y mayorías previstos en el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas²⁹, no siendo necesario ni que las acciones afectadas formasen una clase especial de acciones³⁰ ni que existiese una previsión estatutaria expresa al respecto³¹.

²⁷ Para un sector de la doctrina, los accionistas interesados no son sólo los directamente afectados por la reducción, sino todos en su conjunto. A este respecto, vid. A. RODRIGUEZ GONZÁLEZ, *La amortización de acciones en la sociedad anónima (especial referencia al artículo 164.3 TRLSA)*, Monografía núm. 24 de la Revista de Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, 2005; C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pgs. 16-18; A. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO y A. AURIOLAS MARTÍN, *La reducción de capital*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo VII, volumen 3º, Ed. Civitas, Madrid, 1995, pgs. 73-74; J. MASSAGUER FUENTES, *Acercas de determinados aspectos de la reducción de capital en una sociedad anónima mediante reembolso a los accionistas que únicamente afecta a una parte de las acciones*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje al profesor F. Sánchez Caiero», op. cit., vol. III, pg. 2374.

²⁸ En relación con el consentimiento individual, la discusión nace por una posición doctrinal minoritaria y aislada (A. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Publicaciones del Real Colégio de España en Bolonia, 1973, pgs. 318-319) y por una resolución —igualmente aislada— de la Dirección General de Registros y del Notariado de 1 de marzo de 1999 que defendían la necesidad de consentimiento individual de todos los accionistas afectados. En contra se ha pronunciado la totalidad de la doctrina e incluso el propio autor citado en A. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO y A. AURIOLAS MARTÍN, *La reducción de capital*, op. cit., pgs. 73-74.

²⁹ En este sentido, J. MASSAGUER FUENTES, *Acercas de determinados aspectos de la reducción de capital...*, op. cit., pgs. 2376-2378 (pg. 2379), J. GARRIGUES y R. URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomo II, pg. 247; J. GIRON TENA, *Derecho de sociedades Anónimas*, Universidad de Valladolid, 1953, pg. 467 (en relación con la anterior regulación, por lo demás, idéntica a la actual). En contra: E. BELTRÁN SÁNCHEZ, *Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas*, en A. POLO DÍEZ (coord.), «Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells», Madrid, 1994, vol. 1, pg. 222, sobre la base de una interpretación literal de la norma.

³⁰ En este sentido se pronuncia la doctrina más autorizada, así como el Tribunal Supremo, en su sentencia de 17 de febrero de 1958 y la Dirección General de los Registros y del Notariado, en su resolución de 23 de noviembre de 1992.

³¹ El origen de esta polémica está en la parte de la doctrina que ha defendido la interpretación del artículo 164.3 de la Ley de Sociedades Anónimas en atención al artículo 36 de la Directiva 77/91/CEE (Segunda Directiva de Sociedades) que condiciona la «retirada forzosa de acciones» a su «prescripción o autorización en

El expediente de la reducción de capital que afectase, únicamente, a un conjunto concreto de acciones fue calificado por nuestra mejor doctrina como una «operación de alto riesgo»³² que, como todas las restantes decisiones de la junta, debía ser acorde con el interés social de la sociedad afectada³³ y debía evitar toda actuación fraudulenta, tanto en relación con la autenticidad de la mayoría de las acciones a amortizar como respecto de la compensación adecuada de los socios afectados por la privación de su derecho de propiedad.

Sin embargo, y aun cuando tenga efectos similares a las compraventas forzosas, ni la amortización de acciones que únicamente afectan a un grupo de ellas ni las restantes operaciones que la doctrina³⁴ ha asimilado a este tipo de operaciones, constituyen, en puridad, operaciones de *squeeze-out*, ya que en éstas es el accionista mayoritario y, no la sociedad, el que soporta directamente el coste de la transacción.

En este sentido, el primer momento en que en los trabajos legislativos preparatorios en nuestro derecho introducen el *squeeze-out* es en relación con la regulación de los grupos de sociedades en el artículo 600 de la propuesta de código de sociedades mercantiles de 16 de mayo de 2002³⁵.

los estatutos». En mi opinión, este planteamiento no está justificado, siguiendo a C. PAZ-ARES, porque (i) el artículo 164.3 citado no entronca con el artículo 36 de la Directiva 77/91/CEE sino con el 31 de la misma norma (vid. A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Aumento y reducción del capital*, en AAVV, «La Reforma del derecho español de las sociedades de capital», op. cit., pg. 374) y (ii) no puede defenderse una aplicación horizontal de las Directivas comunitarias.

³² C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pgs. 27-28.

³³ En relación con la necesaria justificación de la operación a la luz del principio del interés social, vid. A. RODRIGUEZ GONZÁLEZ, *La amortización de acciones...*, op. cit., pgs. 369-376, y C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pgs. 28-32.

³⁴ Disolución con cesión global del activo y pasivo a favor del socio mayoritario. C. PAZ-ARES, *Aproximación al estudio de los squeeze-out...*, op. cit., pgs. 25-27.

³⁵ Propuesta de código de sociedades mercantiles elaborada por la ponencia especial compuesta por F. SÁNCHEZ CALERO, A. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y A. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO.

6. Régimen vigente

El régimen vigente en derecho español para las compraventas forzosa parte del nuevo artículo 60 quarter de la Ley del Mercado de Valores³⁶ que establece el derecho del accionista mayoritario a exigir la venta de sus acciones a los accionistas minoritarios y el de éstos a hacer lo propio, exigiendo su compra al accionista mayoritario al precio equitativo.

En su desarrollo, el capítulo X del Real Decreto 1066/2007 ha regulado las compraventas forzosas en dos artículos, el 47 relativo a las condiciones que deben concurrir para su aplicación y el 48 que regula el procedimiento aplicable.

6.1. TÉRMINOS DE LAS COMPRAVENTAS FORZOSAS

6.1.1. Condiciones

El artículo 47 del Real Decreto 1066/2007 establece que se podrá exigir la compraventa forzosa, cuando:

- (i) se haya presentado una oferta voluntaria u obligatoria sobre la totalidad de los valores con derecho a voto de la sociedad afectada, y
- (ii) con posterioridad a la oferta, el oferente (o las personas con él concertadas) posean (a) al menos el 90% del capital con derecho a voto y (b) la oferta pública haya sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido³⁷.

Por tanto, ante las distintas alternativas permitidas por la Directiva de OPAs, el legislador español ha optado por la más restrictiva, exigiendo una doble mayoría: respecto de las acciones propiedad del oferente y de las personas concertadas con él tras la oferta y de las acciones adquiridas en la oferta.

³⁶ Es necesario analizar la norma legal por cuanto que el desarrollo reglamentario efectuado por el Real Decreto 1066/2007 no recoge algunos de los matices de la ley como, por ejemplo, los relativos al cómputo del porcentaje de éxito en la oferta.

³⁷ Tal y como anteriormente se ha señalado, la opción tomada por el legislador español es la más exigente de las planteadas por la Directiva de OPAs (en particular, en países con una estructura accionarial muy concentrada), que ha sido seguida, aunque con una estructura accionarial de sus sociedades cotizadas muy distintas, por el Reino Unido.

Por lo que se refiere a esta última regla, surge la duda de cómo ha de calcularse el porcentaje relativo al éxito en la oferta. En efecto, el artículo 60 quarter de la Ley del Mercado de Valores excluye de su cómputo a las acciones que ya obraran en poder del oferente mientras que el artículo 47 del Real Decreto 1066/2007 guarda silencio al respecto.

¿Qué valores deben excluirse para el cálculo del 90% por obrar ya en poder del oferente? La interpretación más razonable parece ser la de considerar incluidos todos los valores titularidad del oferente y de las personas concertadas con él de acuerdo con el artículo 5 del Real Decreto 1066/2007. Por el contrario, no deben considerarse incluidas las acciones que hayan sido objeto de un acuerdo entre el oferente y accionistas de la sociedad afectada.

Por tanto, cumpliéndose las condiciones señaladas, el oferente tendrá el derecho a exigir a los restantes accionistas minoritarios la venta de sus acciones y, correlativamente, éstos tendrán derecho a exigir al oferente que les compre su participación residual.

6.1.2. Objeto

El objeto de las compraventas forzosas serán los valores con derecho a voto de la sociedad afectada a los que se hubiera dirigido la oferta y que no la hubiesen aceptado. Por tanto en el supuesto de que el oferente hubiera decidido dirigir la oferta a los titulares de valores a los que no resulta obligatorio extenderla (por ejemplo, titulares de *warrants*), los derechos de compraventa forzosa se extenderán, igualmente, a dichos valores.

6.1.3. Precio

El derecho de compraventa forzosa deberá ejercitarse al precio equitativo que, de acuerdo con el artículo 47.2 del Real Decreto 1066/2007 será el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública precedente.

6.1.4. Contraprestación

Nada dice la normativa española sobre la forma que ha de adoptar la contraprestación en este caso. Por ello, se debe entender que ésta deberá

revestir la misma forma que en la oferta pública precedente³⁸. En este caso, el legislador español no ha seguido la opción restrictiva dada en la directiva comunitaria de exigir, en todo caso en estas operaciones de *squeeze-out*, una contraprestación alternativa en efectivo.

6.2. PROCEDIMIENTO

El Real Decreto 1066/2007 establece las siguientes reglas procedimentales que, además, podrán ser desarrolladas mediante circular por la CNMV, tal y como dispone el artículo 48.11 Real Decreto 1066/2007. En relación con las ventas forzosas, que es el supuesto lógicamente más relevante a efectos de una operación de *public to private* en la que, previsiblemente, de darse las condiciones establecidas se ejercitará este derecho, el esquema es el siguiente:

(i) Intención de exigir venta forzosa: el oferente deberá indicar en el folleto explicativo de la OPA su intención de exigir la venta forzosa en caso de que se den las condiciones legalmente exigidas para ello. Esta intención no será, sin embargo, vinculante para el oferente ya que su decisión irrevocable sólo se producirá en la comunicación que efectúe en el período de tres meses siguientes a la finalización de plazo de aceptación.

(ii) Plazo para su exigencia: el plazo máximo para exigir la venta forzosa será de tres meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación (ex artículo 23 del Real Decreto 1066/2007).

(iii) Comunicación de la concurrencia de las condiciones legales: dentro de los tres días hábiles siguientes al de la publicación del resultado de la oferta, el oferente comunicará a la CNMV si se dan las condiciones legales.

(iv) Comunicación de la decisión del oferente: en el plazo máximo de tres meses desde la finalización del período de aceptación de la oferta, el oferente deberá comunicar a la CNMV si exigirá, o no, la venta forzosa, debiendo fijar, en caso afirmativo, la fecha de la operación que deberá establecerse entre los 15 y 20 días hábiles siguientes a la comunicación por el oferente de su decisión a la CNMV, que ésta difundirá públicamente.

(v) Presentación de la oferta: con anterioridad a la fecha de la operación, el oferente deberá acreditar ante la CNMV la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes del ejercicio de la venta forzosa, debiendo entenderse que dichas garantías son las

³⁸ El precepto ha de interpretarse en este sentido, ya que (i) no se prevé literalmente otra alternativa y (ii) es la única forma de hacer compatible el artículo 47 Real Decreto 1066/2007 con el 48.5 del mismo texto legal, cuando establece que «(...) En ausencia de comunicación y siempre que exista esta alternativa, se entenderá que optan por la contraprestación en efectivo».

previstas en el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007 para las ofertas públicas de adquisición.

(vi) Características de la venta forzosa: el oferente dará difusión pública y general de las características de la venta forzosa en el plazo máximo de los 5 días hábiles siguientes a la fecha de publicación por la CNMV de la decisión del oferente.

(vii) Elección de la contraprestación: los titulares de los valores afectados comunicarán al oferente, a través de las entidades depositarias de los mismos, con anterioridad a la fecha de la operación, la naturaleza de la contraprestación que, en su caso, hubieran elegido (se entiende, cuando se den dos o más alternativas de contraprestación). En ausencia de comunicación se entenderá que optan por la contraprestación en dinero, cuando esta alternativa exista.

(viii) Las entidades encargadas de la liquidación deberán realizar los trasposos de los valores y del efectivo que sean necesarios para consumar la venta forzosa en los plazos anteriormente señalados.

(ix) Los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación serán por cuenta del oferente.

El efecto fundamental de la culminación del proceso de *squeeze-out* es que los valores quedarán excluidos de cotización a partir de la fecha de liquidación de la operación. De esta forma, todas las acciones de la sociedad objetivo se concentrarán en manos del oferente y se habrá conseguido el objetivo de la operación de *public to private*.

BIBLIOGRAFÍA

- AAVV, *Convergencias y paralelismos en el derecho de sociedades y en el derecho concursal en el marco Estados Unidos-Unión Europea*. III Seminario Harvard-Complutense de Derecho de los Negocios, Ed. Marcial Pons, 2007.
- *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Ed. Comares, 2006.
- E. ABAD VALDENEBRO, *La información financiera de las sociedades cotizadas*, en AAVV F. VIVES y J. PÉREZ-ARDÁ (COORD.), «La sociedad cotizada», Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 2006.
- J. ABELLA SANTAMARÍA, «OPAs sucesivas o competidoras? A propósito de una polémica reciente», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1993, núm. 49.
- J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, *Artículos 21 a 24.—Modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, *Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991*, vols. I y II, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993.
- *Artículo 29.—Reglas de distribución y prorrateo*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, *Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991*, vols. I y II, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993.
- S. ALBELLA AMIGO, *La OPA de modificación de estatutos en el Real Decreto 1197/1991*, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, enero-marzo 1995, núm. 57.
- *OPAs: ¿interesa ser el primer oferente?* Diario Expansión, lunes 31 de diciembre de 2007.

- M. A. ALCALÁ DÍAZ, *El deber de fidelidad de los administradores: El conflicto de interés administrador-sociedad*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», Marcial Pons, 1999.
- J. ALFARO AGUILA-REAL, *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Ed. Civitas, 1995.
- *La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales*, en la Revista de Derecho de Sociedades, 18/2002-1.
- P. ALFREDO, *El precio ofrecido en la oferta de exclusión: Una aproximación comparatista franco-española*. Revista de Derecho Mercantil, núm. 237, julio-septiembre 2000.
- P. U. ALI y G. N. GREGORIOU, *International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley*, Ed. John Wiley & Sons, Inc., 2006.
- C. ALONSO LEDESMA, *La reforma de las sociedades cotizadas*, en la Revista de Derecho de Sociedades, 12/1991-1.
- A. ALONSO UREBA, *Incidencia en el régimen sobre ofertas públicas de adquisición del derecho comunitario sobre control de operaciones de concentración*, en AAVV, «La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición», Ediciones Deusto, 1992.
- *Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con ocasión de una emisión/oferta*, en AAVV, «Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez», 1995.
- *El gobierno de las grandes empresas. Reforma legal vs. códigos de conducta*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El Gobierno de las sociedades cotizadas», Marcial Pons, 1999.
- *Diferenciación de funciones (supervisión y dirección) y tipología de consejeros (ejecutivos y no ejecutivos) en la perspectiva de los arts. 133.3 (responsabilidad de los administradores) y 141.1 (autoorganización del consejo) del TRLSA*, en la Revista de Derecho de Sociedades, 2005-2, núm. 25, Ed. Aranzadi.
- *El modelo de administración de la sociedad anónima cotizada*, en la Revista de Derecho de Sociedades, 2006-2, núm. 27, Ed. Aranzadi.

- A. ALONSO UREBA y A. RONCERO SÁNCHEZ, *Sistema de elección de los consejeros. Comité de Nombramientos*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», Marcial Pons, 1999.
- J. M. ÁLVAREZ ARJONA (dir.), *Capital Riesgo (Private Equity)*, Ed. Aranzadi, 2006.
- R. ÁLVAREZ VIGARAY, *Comentario al art. 1115 Código Civil*, Ministerio de Justicia, 1991 dirigido por C. PAZ-ARES, L. DIEZ PICAZO, R. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO y P. SALVADOR CODERCH.
- Y. AMIHUD, M. KAHAN y R. SUNDARAM, *The efficiency and welfare foundations of freeze out laws in takeovers*, New York University, Center for Law and Business, working paper LB-02-00, marzo de 2002, disponible en <http://paper.ssrn.com/abstract=305242>.
- L. DE ANGELO, *Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders*, The Accounting Review, 61.
- L. APARICIO ROQUEIRO, *La relación entre el valor de la empresa y su estructura accionarial en España*, Monografía núm. 15 de la CNMV, disponible en www.cnmv.es, septiembre 2006.
- G. ARRANZ PUMAR y R. MÍNGUEZ PRIETO, *La nueva normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs)*, Información Comercial Española, 13 a 17 de octubre de 1991.
- *El proyecto de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición. Un enfoque comparado*, en AAVV, «La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición», Ediciones Deusto, 1992.
- I. ARROYO MARTÍNEZ, *Reflexiones en torno al interés social*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, 2002.
- I. ARROYO MARTÍNEZ y J. M. EMBID IRLIJO (coordinadores), *Comentarios a la ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Ed. Tecnos, 1997.
- B. ARRUNADA SÁNCHEZ, *Control y regulación de la sociedad anónima*, Alianza Editorial, 1990.
- *Crítica a la regulación de las OPAs*, Revista de Derecho Mercantil, 1992, núms. 203-204.

- P. ASQUITH y T. A. WIZMANN, *Even risk, covenants and bondholders returns in leveraged buyouts*, Journal of Financial Economics 27.
- N. BAENA TOVAR, *Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo*, Monografía núm. 12 de la CNMV, disponible en www.cnmv.es.
- R. BAYONA GIMÉNEZ, *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Ed. Aranzadi, 2002.
- E. BELTRÁN SÁNCHEZ, *Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas*, en A. POLO DÍEZ (coord.), «Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdera y Tuells», 1994.
- J. M. BENEYTO y J. PUENTE, *Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado*, en J. M. BENEYTO y A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA (dirs.), «El espacio financiero único en la Unión Europea. Los mercados de valores», Fundación ICO, Ed. Marcial Pons, 2005.
- C. BENÍTEZ CASTELAR, *Aspectos fiscales de las operaciones*, en J. M. ÁLVAREZ ARJONA (dir.), «Capital Riesgo (Private Equity)», Ed. Aranzadi, 2006.
- BENNER PAINE, *Management by-outs and managerial ethics*, California Management Review, 1988.
- SJ BERWIN (Editor), *European Private Equity & Venture Capital Association. Public to Private Transactions*, Special Papers, 2001.
- A. L. BOONE y J. H. MULHERIN: *How are firms sold?* Working Paper College of William and Mary, 2003, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=642306>.
- A. L. BOONE y J. HAROLD, *Do termination provisions truncate the takeover bidding process?*, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=902488>.
- D. BORDE y A. PONCELET, *La notion d'action de concert en droit français après trois ans d'application de la loi boursière d'août 1989*, Riv. Soc., 1992.

- A. BOTELLA, *Descripción General del procedimiento y aspectos financieros de las ofertas públicas de adquisición*, en AAVV, «La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición», Ediciones Deusto, 1992.
- M. BRADLEY, A. DESAI y E. H. KIM, *Synergistic gains from corporate acquisition and their division between the stockholders of target and acquiring firms*, Journal of Finance Economics, 21 (1988).
- J. BULOW y P. KLEMPERER, *Auctions versus negotiations*, American Economic Review, núm. 86, 1996.
- M. BURKART y F. PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of The Tender Offer Process*, junio 2003, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 10/2003, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=420940>.
- J. E. CACHÓN BLANCO, *El régimen jurídico de los warrants: valores mobiliarios*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 12, 1992.
- *Derecho del mercado de valores*, Ed. Dykinson, 1993.
- *Análisis jurídico de los conceptos de «valor negociable» e «instrumento financiero»*, en la Revista de Derecho Mercantil, núm. 221, 1996.
- *La admisión de acciones a cotización en las bolsas de valores españolas*, en la Revista de Derecho de Sociedades, 6/1996-1.
- M^a I. CANDELARIO MACÍAS, *La tutela de la minoría en la sociedad cotizada en bolsa*, Ed. Atelier, 2007.
- J. V. CARCELLO y T. L. HEAL, *Audit Committee characteristics and auditor reporting*, July 1997, Working Paper, The University of Tennessee.
- C. DE CÁRDENAS SMITH; *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Civitas, Madrid, 1993.
- L. DE CARLOS BERTRÁN y C. DE CÁRDENAS SMITH, *Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1992.
- *Directiva de OPAs*, en AAVV, «Estudios sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos», tomo II, Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, 2004.

- L. DE CARLOS BERTRÁN y M. GARCÍA-ILLARUBIA, *La intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAs de exclusión. Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo de 2005*, Revista de Derecho Mercantil, núm. 258, octubre-diciembre 2005.
- W. J. CARNEY, *The cost of being public after Sarbanes-Oxley: the Irony of «Going Private»*, Emery School of Law, Working Paper N° 05-4, disponible en <http://papers.SSRM.com/abstract>.
- M. J. CASTELLANO RAMÍREZ, *La suscripción incompleta del aumento de capital social en la sociedad anónima*, Ed. Thomson Civitas, 2004.
- *Comentario a los arts. 161 y 162 de la Ley de Sociedades Anónimas*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», Ed. Civitas, 2006, tomo VII.
- L. M. CAZORLA PRIETO, *El control de una sociedad a través de la adquisición de pequeños paquetes en Bolsa*, en AAVV, «OPAs: La conquista del poder en las empresas», Instituto de Empresa, 1989.
- R. C. CLARK, *Corporate Law*, Ed. Aspen, Law and Business, 1986.
- J. C. COATES IV y G. SUBRAMANIAN, *A buy-side model of lockups: theory and evidence*, Discussion Paper núm. 274, 1/2000, Harvard Law School.
- J. COFFE, *Instable conditions: corporate governance as a multi-player game*, The Georgetown Law Journal, vol. 78, 1990.
- J. M. COLEMAN, «*The Appraisal Remedy in corporate Freeze-Outs: Questions of Valuation and Exclusivity*», Southwestern Law Journal 1984.
- L. J. CORTÉS, *Contratos y Mercados Financieros*, Ed. Civitas, 2004.
- A. CUERVO GARCÍA, *El problema de la empresa. Un problema de conflicto de intereses*, en E. BUENO CAMPOS (dir.), «El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza», Ed. Pirámide, 2004.
- H. DEMSET y K. LEHN, *The Structure of corporate ownership: causes and consequences*, Journal of Political Economy 93, 1985.

- J. L. DÍAZ ECHEGARAY, *El administrador de hecho de las sociedades*. Ed. Aranzadi, 2002.
- *Deberes y responsabilidades de los administradores de las sociedades de capital*, Ed. Aranzadi, 2004.
- M. A. DOMÍNGUEZ GARCÍA, *Retribución de los administradores de las sociedades cotizadas. La comisión de retribuciones*, en AAVV, «La sociedad cotizada», Ed. Aranzadi, 2006.
- B. DUBOW y N. MONTEIRO, *Measuring market cleanliness*, FSA Occasional Paper, 2006, disponible en <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op23.pdf>.
- E. EIRANOVA ENCINAS, *Abuso de mercado. Protección de la transparencia en el espacio financiero único en la Unión Europea*, en J. M. BENEYTO y A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DE DUEÑAS (dirs.), «El espacio financiero único en la Unión Europea: Los mercados de valores», Ed. Marcial Pons, 2005.
- J. M. EMBID IRUIJO, *Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-OPA*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 39, 1990.
- *Garantías exigidas al oferente en la nueva regulación de las OPAs (Análisis del artículo 11 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio)*, en AAVV, «Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells», tomo I, La Ley, 1994.
- *Los deberes de los administradores de las sociedades cotizadas (el artículo 114 de la Ley del Mercado de Valores)*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, número 96, 2004.
- E. ENGEL, R. M. HAYES y X. WANG, *The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions*, Journal of Accounting & Economics 44 (2007).
- I. ERLAIZ COTELO, *Las operaciones de Leveraged Buy-Out (LBO)*, en J. M. ÁLVAREZ ARJONA (dir.), «Capital Riesgo (Private Equity)», Ed. Aranzadi, 2006.
- R. C. ESCRIBANO GAMIR, *La protección de los acreedores sociales frente a la reducción del capital y a las modificaciones estructurales de las sociedades anónimas*, Monografía núm. 10 de la Revista de Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, 1998.

- L. M. ESTEBAN RAMOS, *Los acreedores sociales ante los procesos de fusión y escisión de sociedades anónimas: instrumentos de protección*, Monografía núm. 28 de la Revista de Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, 2007.
- G. ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión en las sociedades anónimas*, Ed. Civitas, 1982.
- *¿Una nueva manera de entender e impulsar la evolución del sistema de gobierno de las sociedades cotizadas?*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 1, 1999.
- *Reorganización de la composición del consejo: clases de consejeros en particular los consejeros independientes*, en «Comentarios a las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno», en la Revista de Derecho de Sociedades, 2007.
- N. FERNÁNDEZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, Monografía núm. 14 de la Revista de Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, 2000.
- L. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Asistencia financiera a los trabajadores para la adquisición de acciones propias*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 47, 1992.
- *Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 3, 1994.
- *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles*. Ed. Civitas, 1997.
- *Aplicación de resultados en la sociedad dominante y cuentas consolidadas*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 9, 1997-2.
- *«Greenmail» y amortización no paritaria de acciones y de participaciones. Un examen crítico del estado de la cuestión en nuestra jurisprudencia*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 21, 2003-2.
- L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Poder de dirección y responsabilidad de los grupos de sociedades*, Fundación Juan March, Madrid, 1972.
- *Oferta pública de adquisición y fusión de sociedades*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 3, 1994.

- *Suspensión de los derechos políticos de las acciones adquiridas sin promover OPA*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 3, 1994.
- *El debate actual sobre el gobierno corporativo: aspectos metodológicos y de contenido*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», Marcial Pons, 1999.
- *La responsabilidad concursal de los administradores de sociedades de capital*, en AAVV, Comentarios a la Ley Concursal, Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 2004.
- *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*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 25, 2005-2.
- L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA y M. M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 18, 2002.
- A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, *Las normas de conducta en el derecho del mercado de valores*, Instituto de Estudios Económicos, 2000.
- C. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *La asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones en el Reino Unido*, en la Revista de Derecho de los Negocios, núm. 73, octubre 1996.
- *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas o leveraged buy-out* en la Revista de Derecho Mercantil, núm. 232, 1999.
- *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Ed. Comares, 2001.
- M. FERNÁNDEZ PÉREZ, *El Código de Conducta alemán sobre ofertas públicas de adquisición*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 8, 1997-1.
- *El significado de la Ley de transparencia en la modernización del derecho societario español*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 24, 2005.
- FERRANI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, Riv. Soc. 2-3 (2002).

- M. S. FLORES DOÑA, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, en A. ALONSO UREBA, J. DUQUE DOMÍNGUEZ, G. ESTEBAN VELASCO y F. SÁNCHEZ CALERO (coordinadores), «Derecho de sociedades anónimas», tomo II, «Capital y acciones», vol. 2º, 1994.
- *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*, Edersa, Madrid, 2000.
- «*Acciones propias-reducción de capital*» y el principio de paridad de trato de los accionistas [comentario a la SAP de 6 de abril de 1998 (AC 1998, 1178) y RDGRN de 9 de enero de 1998 (RJ 1998, 270)], en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 14, 2001-1.
- *Los distintos contenidos y efectos del concepto de participación significativa*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 22, 2004-1.
- G. FRASER-SAMPSON, *Private Equity as an asset class*, John Wiley & Sons Ltd., 2007.
- E. GALLEGO SÁNCHEZ, *El deber de secreto de los administradores tras la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas por la Ley de Transparencia*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», Ed. Aranzadi, 2006.
- J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente*, La Ley, diario, 29 de diciembre de 1992, Año XIII, núm. 1178.
- *De nuevo sobre OPAs competidoras, OPAs futuras y promesas de OPA*, Ed. La Ley, 1994.
- *La OPA obligatoria*, Ed. Civitas, 1996.
- *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Civitas, 1999.
- *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionadas. Estudios sobre OPAs (II)*, Civitas, 2002.
- J. L. GARCÍA-PITA y LASTRES, *Artículo 5.— Oferta pública de adquisición en caso de modificación de estatutos; Artículo 8.— Ofertas públicas de adquisición voluntarias; Artículo 10.— Contraprestaciones ofrecidas*; en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs), Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991*, vol. I y II, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993.
- *Oferta pública de adquisición y procesos de fusión de sociedades*

- en la jurisprudencia del Tribunal Supremo, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 41, enero-marzo, 1991.
- *La difusión de información por las sociedades bancarias cotizadas*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 58, enero-marzo, 1995.
- J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Ofertas públicas de adquisición de acciones: problemas de ley aplicable*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 25, 2005.
- J. M. GARRETA SUCH, *La responsabilidad de los auditores por no detección de fraudes y errores*, Ed. Marcial Pons, 2002.
- *El derecho contable en la nueva ley 16/2007 (las cuentas anuales)*, Ed. Marcial Pons, 2007.
- J. M. GARRIDO GARCÍA, *Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: La experiencia anglosajona*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 42, 1991.
- *La actuación de los administradores frente a una OPA hostil*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, 2002.
- J. GARRIGUES y R. URÍA, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1976.
- P. GIRGADO PERANDONES, *La empresa de grupo y el derecho de sociedades*, Ed. Comares, 2001.
- J. GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades Anónimas*, Universidad de Valladolid, 1953.
- F. GÓMEZ POMAR y M. I. SÁEZ LACAVE, *La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos*, In Dret Revista para el análisis del derecho, 2007, disponible en www.indret.com.
- Z. GONZÁLEZ BLANCO, *Squeeze-out: el Tribunal Supremo federal alemán considera que la constitucionalidad de la transferencia forzosa de las acciones de accionistas minoritarios al accionista principal con arreglo a la Ley de Sociedades alemana está fuera de duda*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 101, enero-marzo 2006.
- S. L. GROSSMAN y O. D. HART, *Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of corporation*, Bell Journal of Economics 11 (1980).

- G. GUERRA MARTÍN, *Control conjunto y derecho de OPAs*, Ed. Civitas, 2004.
- J. GUITARD MARÍN, *Principales innovaciones en el régimen jurídico de las OPAs establecidas por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio*, Derecho de los Negocios, núms. 1-15, 1991.
- M. GONDRA ROMERO y A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *La viabilidad jurídica de la OPA formulada por el Banco de Bilbao a los accionistas del Banco Español de Crédito*, en AAVV, «La OPA del Banco de Bilbao: Documentos y dictámenes jurídicos», Madrid, 1987.
- B. HARRINGTON, *Company Law*, Oxford, 2003.
- J. HOPT, *Modern Company and Capital Markets Problems: Improving European Corporate Governance after Enron*; (ECGI) Law working paper núm. 5/2002, Updated January, 2007, disponible en www.ecgi.org/wp.
- J. W. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *Las ofertas públicas de adquisición de valores*, en E. BELTRÁN SÁNCHEZ y M^a L. APARICIO GONZÁLEZ (dirs.), «Casos prácticos de Derecho mercantil», Ed. Civitas, 1999.
- *La contratación en el Mercado de Valores*, Ed. Marcial Pons, 2001.
- J. L. IGLESIAS PRADA, *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*, Ed. Tecnos, 1971.
- *La duración del cargo de auditor; consideraciones críticas*, en AAVV, «Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez», Ed. Civitas, 1996.
- R. ILLESCAS, *Las cuentas anuales de la Sociedad Anónima, Auditoría, Aprobación, depósito y publicidad de las cuentas anuales*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo VII, volumen 2^o, Ed. Civitas.
- C. JENSEN y W. H. HECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3, 1976.

- A. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, *Los supuestos excluidos de las Ofertas Públicas de Adquisición*, en AAVV «Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells», Ed. La Ley, 1994.
- G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, *Doctrina del Tribunal Constitucional sobre las sociedades mercantiles*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, 2002.
- J. JUSTE MENCÍA, *Los derechos de minoría en la Sociedad Anónima*, Ed. Aranzadi, 1995.
- *La posición del equipo directivo en la estructura de gobierno de la sociedad cotizada: la responsabilidad de los consejeros ejecutivos y miembros de la alta dirección*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», Ed. Aranzadi, 2006.
- J. JUSTE MENCÍA y F. IGARTUA ARREGUI, *Deberes de los administradores (reforma de la LSA por la Ley de Transparencia)*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 24, 2005-1.
- E. KAMAR, P. KARACA-MANDIC y E. TALLEY, *Going-Private decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Kauffman-Rand Center for the Study of Small Business and Regulation, 2006, disponible en www.rand.org/icjl.
- S. KAPLAN, *The effects of management buy-outs on operating performance and value*, Journal of Financial Economics, 24, 1989.
- *Management buyouts: evidence on taxes as a source of value*, Journal of Finance 44.
- R. LARGO GIL, *La neutralización de las medidas anti-opa preventivas*, Ed. Civitas, 2007.
- C. LASARTE ÁLVAREZ, *OPAs presentes, OPAs competidoras, OPAs futuras y movimientos de capital*, La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía, 23 de julio de 1993.
- N. LATORRE GINER, *El administrador de hecho en la sociedad de capital*, Ed. Comares, 2003.
- M. LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Ed. Civitas, 2003.
- F. LÓPEZ ANTÓN, *Ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios y su celebración fuera de plazo (algunas consideraciones sobre su régi-*

- men legal en derecho español*), Revista de Derecho Mercantil, núms. 175-176, 1985.
- L. LOWENSTEIN, *Management buyouts*, Columbia Law Review 85.
- J. O. LLEBÓT MAJÓ, *Deberes y responsabilidad de los administradores*, en A. ROJO y E. BELTRÁN (dir.), «La responsabilidad de los administradores», Ed. Tirant lo Blanch, 2005.
- L. MARAIS, K. SCHIPPER y A. SMITH, *Wealth effects of going private for senior securities*, Journal of Financial Economics 23.
- F. MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, *La acción individual de responsabilidad de los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 2005.
- J. M. MARTÍN GARCÍA, *Acciones sin voto y acciones rescatables*, en F. VIVES y J. PÉREZ-ARDÁ (coord.), «La sociedad cotizada», Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 2006.
- A. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, *El aumento de capital de la sociedad cotizada*, Ed. Civitas, 2006.
- M. MARTÍNEZ GALLEGO, *La formulación del contrato a través de la oferta y la aceptación*. Ed. Marcial Pons, 2000.
- F. MARTÍNEZ SANZ, *Régimen interno y delegación de facultades en el consejo de administración*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, 2002.
- *Ámbito subjetivo de la responsabilidad*, en A. ROJO y E. BELTRÁN (dir.), «La responsabilidad de los administradores», Ed. Tirant lo Blanch, 2005.
- J. MASSAGUER FUENTES, *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima: un estudio de los artículos 216 y 217 LSA*, Ed. Civitas, 1990.
- *Acerca de determinados aspectos de la reducción de capital en una sociedad anónima mediante reembolso a los accionistas que únicamente afecta a una parte de las acciones*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, 2002.
- J. MASCAREÑAS, *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Ed. McGraw-Hill, 2005.

- R. MATEU DE ROS, *La Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Ed. Aranzadi, 2004.
- *El Código unificado de gobierno corporativo*, Ed. Aranzadi, 2007.
- N. MUÑOZ MARTÍN, *Ejercicio del derecho de representación proporcional y derecho de la sociedad a la destitución de los Administradores. Un caso real: Fomento de Construcciones y Contratas SA – Acciona SA. Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 14 de diciembre de 2004*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 24, 2005.
- A. DE MIGUEL, J. PINDADO y C. DE LA TORRE, *Ownership structure and firm value: new evidence from Spain*, Strategic Management Journal, vol. 25, núm. 12.
- M. MORGENSTERN y P. NEALIS, *Going private: a reasoned response to Sarbanes Oxley?*, 2004, disponible en <http://www.sec.gov/info/smallbus/pnealis.pdf>.
- X. O'CALLAGHAN MUÑOZ, *Código Civil comentado y con Jurisprudencia*, Ed. La Ley, 2006.
- A. OLCESE SANTONIA, *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*, Ed. Marcial Pons, 2005.
- P. OLIVERA MASSO, *Las normas de conducta. Régimen de la información privilegiada. Hecho relevante y manipulación del mercado*, en F. VIVES y J. PÉREZ-ARDÁ (coordinadores), «La sociedad cotizada», Ed. Marcial Pons, 2006.
- M. T. ORTUÑO, *Reducción de capital en la sociedad anónima. Un análisis a la luz del principio de paridad de trato*, Monografía núm. 23 de la Revista de Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, 2004.
- J. M. OTERO LASTRES, *La oferta pública de adquisición de acciones de sociedades anónimas no cotizadas en Bolsa*, en AAVV, «Adquisición de sociedades no cotizadas», Deusto, 1994.
- R. PALÁ LAGUNA, *La obligación de información del consejo a los mercados: folletos y hechos relevantes*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», Ed. Aranzadi, 2006.
- D. PALIA, *The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: a solution*, Review of Financial Studies 14, 2001.

- F. PANTALÉON y P. PORTELLANO, *Copropiedad, usufructo, prenda y embargo*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, vol. 3º, 1992.
- C. PAREDES GALEGO, *Sobre la admisibilidad en Derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación («break-up fees») en supuestos de ofertas públicas de adquisición*, Revista de Derecho Mercantil, núm. 249, 2003.
- C. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, *Negocios sobre las propias acciones*, en AAVV, «La Reforma del Derecho de Sociedades de Capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)», Madrid, 1987.
- *¿Dividendos a cambio de votos?*, Ed. McGraw-Hill, 1996.
- *Principios de eficiencia y derecho privado*, en AAVV, «Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a M. Broseta Pont», vol. III, Ed. Tirant lo Blanch, 1995.
- *Aproximación al estudio de los squeeze-out en el derecho español*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 91, julio-septiembre 2003.
- *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 20, 2003-1.
- *El enforcement de los pactos parasociales*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, núm. 5, 2003.
- *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*, Revista de Derecho Mercantil, núm. 251, enero-marzo 2004.
- C. PAZ-ARES RODRÍGUEZ y A. PERDICES HUETOS, *Los negocios sobre las propias acciones*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, volumen 2º.B, Ed. Civitas, 2003.
- A. PERDICES HUETOS, *Significado actual de los administradores de hecho y los que de hecho administran. A propósito de la STS de 24 de septiembre de 2001 (RJ 2001, 7489)*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 18, 2002-1.
- J. QUIJANO GONZÁLEZ y V. MAMBRILLA RIVERA, *Los deberes de diligencia y lealtad. En particular, los conflictos de interés y las operaciones*

- vinculadas*, en AAVV, «Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas», tomo II, Ed. Aranzadi, 2006.
- A. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, 1973.
- A. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO y A. AURIOLES MARTÍN, *La reducción de capital*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo VII, volumen 3º, Ed. Civitas, Madrid, 1995.
- J. PÉREZ RENOVALES, *Las ofertas públicas de adquisición de valores*, en F. URÍA (coord.), «Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva», Ed. La Ley, 2007.
- A. PÉREZ TROYA, *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Ed. Civitas, 1998.
- E. POLO SÁNCHEZ, *Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima (artículos 123 a 143 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, Ed. Civitas, 1992.
- R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER, *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, vol. 54, 1999.
- P. PORTELLANO DÍEZ, *Deber de fidelidad de los administradores de sociedades mercantiles y oportunidades de negocio*, Ed. Civitas, 1996.
- P. POVEL y R. SINGH, *Takeover contests with asymmetric bidders*, noviembre de 2004, AFA 2005 Philadelphia Meetings, EFA 2004 Maastricht Meetings, Paper núm. 1613, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=565922>.
- S. POVALY, *Private Equity Exits, Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*, Ed. Springer, 2007.
- M. PRAT RODRIGO, *El uso ilegal de la información privilegiada en las OPAS de acciones*, Ed. Deusto, 1990.
- A. J. RECALDE CASTELLS, *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capital*, Ed. Civitas, 1996.
- L. RENNEBOOG, T. SIMONS, M. WRIGHT, *Why do public firms go private in the UK?*, 2006, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=873673>.

- F. REY MARTÍNEZ, *La propiedad privada en la Constitución Española*, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid, 1994.
- J. A. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYNS, *La delegación de facultades por el consejo de administración en la sociedad anónima*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, 2002.
- F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, *La representación de los accionistas en la junta general de la sociedad anónima*, Ed. Civitas, Madrid, 1990.
— *Comentarios a las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno*, Revista de Derecho de Sociedades, 2007.
- I. RODRÍGUEZ DÍAZ, *El fenómeno de la adquisición derivada de acciones propias. La Directiva 2006/68/CE modificadora de la segunda Directiva sobre el derecho de sociedades y su incidencia en el ordenamiento jurídico español*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 27, 2006.
- A. RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, *La amortización de acciones en la sociedad anónima (especial referencia al artículo 164.3 TRLSA)*, Monografía núm. 24 de la Revista de Derecho de Sociedades, Ed. Aranzadi, 2005.
- A. ROJO, J. C. SAENZ, R. LARA y M. J. CASTELLANO, *Modificación de estatutos en la sociedad anónima, aumento y reducción del capital. El aumento del capital (arts. 151 a 162 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo VII, volumen 2º, Ed. Civitas, 2006.
- A. ROJO, *Las ofertas públicas de adquisición de valores en el derecho español*, BBTC, 1994.
- A. RONCERO SÁNCHEZ, *Representación del accionista en la junta general de la sociedad anónima*, Ed. McGraw-Hill, 1996.
- J. I. RUIZ PERIS, *La propuesta de la libertad: observaciones en torno a una nueva propuesta de decimotercera Directiva en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 66, abril-junio 1997.
- M. I. SÁEZ LACAVE, *Una aproximación al derecho de OPAs competidoras (a propósito de una reforma reciente)*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 92, octubre-diciembre 2003.

- J. SAGASTI AURREKOETXEA, *El régimen jurídico de las acciones sin voto en el derecho español y comparado de sociedades y de valores*, Ed. Civitas, 1997.
- M. SALA I ANDRÉS, *Las OPAs obligatorias ordinarias*, Ed. J. M. Bosch, 2000.
- L. SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, *Modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las OPAs por el Real Decreto 432/2003*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 91, julio-septiembre 2003.
- F. SALVADOR, J. A. CERDÁ, J. RUIZ, J. PIÑEIRO y A. RUBÍ, *Derecho de daños y responsabilidad ilimitada en las sociedades de capital*, In Dret Revista para el análisis del derecho, 2003, disponible en <http://www.in-dret.com>.
- M. M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, *Régimen jurídico de la información y la transparencia*, en F. VIVES y J. PÉREZ-ARDÁ (COORD.), «La sociedad cotizada», Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 2006.
- A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Aumento y reducción del capital*, en A. ALONSO-UREBA (dir.), «Sociedades Anónimas. La reforma del derecho español de las sociedades de capital», Madrid, 1987.
— *Sobre la caracterización y régimen de las llamadas OPAs simultáneas*, La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía, 28 de mayo de 1990.
— *Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAs, estando en curso otra oferta pública*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 48, 1992.
— *Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española*, en AAVV, «La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición», Ediciones Deusto, 1992.
— *Acotaciones a una doctrina reciente en materia de pago y aplicación del dividendo*, Revista General del Derecho, 584 (1993).
— *La acción y los derechos del accionista*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, vol. 1º, Ed. Civitas, 1994.
— *Ofertas públicas de adquisición y defensa de la competencia*, en AAVV, «Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al profesor Manuel Broseta Pont», tomo III, Ed. Tirant lo Blanch, 1995.

- *¿Desmantelamiento, en un solo acto, de la OPA obligatoria por adquisición de participación significativa en actos sucesivos?*, Revista de Derecho de Sociedades, núm. 20/2003.
- *OPA, fusión y modificación de estatutos: aproximación al tema en derecho europeo, comparado y español*, en AAVV, «Pacis Artes: Obra homenaje al profesor Julio D. González Campos», Ed. Eurolex 2005.
- A. SÁNCHEZ ANDRÉS y A. MENÉNDEZ, *La acción y los derechos del accionista. Las acciones sin voto*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», tomo IV, volumen 1º, Ed. Civitas, 1994.
- F. SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores y el consejo de administración de la sociedad anónima*, en R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA (dirs.), «Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles», Ed. Civitas, 1992.
- *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001.
- *Líneas generales del régimen del comité de auditoría de las sociedades cotizadas*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 89, 2003.
- *Observaciones preliminares al proyecto de modificación del régimen de sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el informe Aldama*, en la Revista de Derecho de Sociedades, núm. 20/2003.
- *Aprobación de la directiva sobre oferta pública de adquisición*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 94, abril-junio 2004.
- *Los administradores en las sociedades de capital*, Ed. Aranzadi, 2005.
- *Informe Anual de Gobierno Corporativo*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», Ed. Aranzadi, 2006.
- *La junta general en las sociedades de capital*, Ed. Civitas, 2007.
- M. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Artículo 7.- Oferta pública de adquisición en caso de exclusión de la negociación*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991, vols. I y II, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993.

- J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Comentarios a los artículos 11 y 31 a 36 del Real Decreto 1197/1991*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991, vols. I y II, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993.
- *Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», tomo II, Ed. Aranzadi, 2006.
- *La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de valores)*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 42, 1991.
- J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y A. J. TAPIA HERMIDA, *Propuesta de Directiva sobre Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, Noticias CEE, 1990.
- L. F. SANZ PARAÍSO, *Las comisiones de auditoría y cumplimiento*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 1999.
- T. STOHLMEIER, *German Public Takeover Law*, Kluwer Law International, 2002.
- L. F. SANZ PARAÍSO, *Las comisiones de auditoría y cumplimiento*, en G. ESTEBAN VELASCO (coordinador), «El gobierno de las sociedades cotizadas», Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 1999.
- P. SCHADLER y J. E. KARNs, *The unethical of shareholders in management buyout transactions*, Journal of Business Ethics 9.
- H. SMIT y W. DE MAESENEIRE, *The Role of Investor Capabilities in Public-to-Private Transactions*, julio 2004, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=597601>.
- A. J. TAPIA HERMIDA, *Las enmiendas de la propuesta de Directiva de OPAs limitan la capacidad defensiva de las sociedades afectadas*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1990.
- *El nuevo régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1991.
- *Artículo 14.- Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo y Artículo 15.- Contenido del folleto*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), *Régimen jurí-*

- dico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs), *Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991*, vols. I y II, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993.
- *Regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores en el ordenamiento jurídico español*, en MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO (dir.), «Manual de fusiones y adquisiciones de empresas», Ed. McGraw-Hill, 1993.
- R. URÍA, A. MENÉNDEZ y J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *La sociedad anónima: Órganos sociales. Los administradores*, en AAVV, «Curso de derecho mercantil», Ed. Civitas, 1999.
- *La Sociedad Anónima. Principios fundamentales*, en R. URÍA y A. MENÉNDEZ (dirs.), «Curso de Derecho Mercantil», Ed. Civitas, 1999.
- M^a VALPUESTA GASTAMINZA, *Irrevocabilidad, modificación y cese de ofertas de la OPA (Estudio del capítulo III del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores)*, en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 56, 1994.
- A. VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Ed. Civitas, 2003.
- A. VARELA, J. JUSTE e I. ERLAIZ, *Las operaciones de public to private*, en J. M. ÁLVAREZ ARJONA (dir.), «Capital Riesgo (Private Equity)», Ed. Aranzadi, 2006.
- J. C. VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1995.
- *La Sociedad Anónima. Las cuentas y la documentación contable en la sociedad anónima*, Ed. Marcial Pons, 2001.
- T. VÁZQUEZ LÉPINETTE, *La protección de las minorías societarias frente a la opresión*. Ed. Civitas, 2007.
- L. VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Ed. Lex Nova, 1985.
- *Negocios con acciones y participaciones propias: estudios jurídicos*, Ed. Lex Nova, 2000.
- *El comité de auditoría*, en AAVV, «Derecho de sociedades anónimas cotizadas», tomo II, Ed. Aranzadi, 2006.
- *La reforma de la asistencia financiera en Europa*, en AAVV, «Convergencias y paralelismos en el derecho de sociedades y en el derecho concursal en el marco Estados Unidos-Unión Europea», III

- Seminario Harvard-Complutense de derecho de los negocios, Ed. Marcial Pons, 2007.
- F. VICENT-CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Ed. Tirant lo Blanch, 2005.
- M^a. V. VILLANUEVA FRESÁN, *Análisis de los movimientos en los precios previos a los anuncios de OPA*, Monografía núm. 23 de la CNMV, julio de 2007 (disponible en www.cnmv.es).
- F. VIVES RUIZ, *Ofertas públicas de adquisición de valores: Régimen jurídico y modalidades*, en F. VIVES y J. PÉREZ-ARDÁ (coords.), «La sociedad cotizada», Colección Garrigues, Ed. Marcial Pons, 2006.
- C. WEIR, D. LAING y M. WRIGHT, *Public to private takeovers and the market for corporate control*, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=484343>.
- C. WEIR, D. LAING, M. WRIGHT, A. BURROWS, *Financial distress costs, Incentive Realignment, Private Equity and the decision to Go Private: Public to Private Activity in the UK*, mayo de 2004, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=546042>.
- K. WRUCK, *Equity, ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings*, Journal of Financial Economics, 23, pp. 3-28
- J. LERNER, *Venture capitalists and the oversight of private firms*, Journal of finance, 50 (4).
- F. ZUNZUNEGUI PASTOR, *Derecho del Mercado Financiero*, Ed. Marcial Pons, 1997.
- J. ZURITA y SAENZ DE NAVARRETE, *La oferta pública de adquisición (OPA)*, Bolsa de Madrid, 1980.
- *Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1981.
- *La exclusión de la cotización oficial: primeras impresiones sobre su nuevo régimen*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1982.
- *La oferta pública de adquisición. Génesis, alcance, contenido y problemas de la normativa vigente*, Papeles de Economía Española, 1988.

- *El control de las OPAs en la CEE, comentarios al proyecto de directiva*, en AAVV, «OPAs: La conquista del poder en la empresa», Instituto de Empresa, 1989.
- *El régimen español de la OPA: análisis del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio y La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1197/1991*, en AAVV, «La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición», Ediciones Deusto, 1992.
- *Comentarios a los artículos 1 a 4 del Real Decreto 1197/1991*, en F. SÁNCHEZ CALERO (dir.), «Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs), Comentario sistemático al Real Decreto 1197/1991», vols. I y II, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1993.
- *Propuesta de Decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1996.
- *Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de ofertas públicas de adquisición de valores*, en AAVV, «Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero», Ed. McGraw-Hill, 2002.

NOTAS