



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**LAS OPAS DE EXCLUSIÓN: REGULACIÓN,
PROCEDIMIENTO Y CRITERIOS PARA LA
DETERMINACIÓN DE SU CONTRAPRESTACIÓN.**

Autor: Miguel Alvargonzález Riera

5º E-3 A

Derecho Mercantil

Tutor: Fernando Vives Ruiz

Madrid

Abril 2020

RESUMEN

La exclusión de cotización de sociedades cotizadas ha sido, en los últimos años, una constante en la bolsa española y la institución más usada en la práctica del mercado de control corporativo en España. Así, el 64,15% de las OPAS presentadas en los últimos diez años han finalizado con la exclusión de cotización de los valores afectados. Nuestro Ordenamiento Jurídico establece las OPAS de exclusión y OPAS con exclusión subsiguiente como los instrumentos previstos para que se lleve a cabo el cese de la negociación de los valores de una sociedad y, además, como mecanismo de protección de los accionistas de las sociedades excluidas por la pérdida de liquidez de sus acciones. Los principales elementos de protección son el precio ofrecido y la forma de la contraprestación. En relación con el precio, son especialmente relevantes las dificultades de la aplicación de los distintos criterios para su determinación, la priorización de unos u otros en los casos concretos, la práctica seguida por los emisores, la labor de supervisión llevada a cabo por la CNMV y el enjuiciamiento que este proceso ha merecido a los tribunales de la jurisdicción contencioso-administrativa. Por ello, para la elaboración de este trabajo, se han analizado la normativa europea y española, con especial detalle en el estudio de los procedimientos, caracteres y excepciones que establece el legislador español para las OPAS de exclusión. Además, se han repasado pormenorizadamente los métodos y criterios aplicados en la práctica en el periodo comprendido entre los años 2009 y 2018 y se ha completado dicho estudio con la revisión de los informes de valoración y de las resoluciones de la CNMV que autorizaron las ofertas. Estos elementos de estudio se completan con la doctrina judicial de la jurisdicción contencioso-administrativa en la revisión de estos expedientes. Finalmente, se han comparado las distintas alternativas para la exclusión de cotización después de la presentación de una OPA.

ABSTRACT

In recent years, the delisting of quoted companies has been a constant in the Spanish stock market and the most widely used instrument in the practice of corporate control in Spain. Thus, 64.15% of the takeover bids filed in the last ten years have ended with the delisting of the affected securities. Our legal system establishes delisting takeover bids and takeovers with subsequent delisting as the instruments provided for the termination of the

trading of a company's securities and, furthermore, as a mechanism for protecting the shareholders of excluded companies from the loss of liquidity of their shares. The main elements of protection are the price offered and the form of the consideration. In relation to the price, the difficulties of applying the different criteria for determining it, the prioritization of one or another in specific cases, the practice followed by the issuers, the supervisory work carried out by the CNMV and the prosecution that this process has merited by the courts of contentious-administrative jurisdiction are particularly relevant. Therefore, in order to prepare this work, European and Spanish regulations have been analysed, with special attention to the study of the procedures, characteristics and exceptions established by the Spanish legislator for exclusionary takeover bids. In addition, the methods and criteria applied in practice in the period between 2009 and 2018 were reviewed in detail and this study was completed with a review of the valuation reports and the resolutions of the CNMV that authorised the bids. These study elements are completed with the judicial doctrine of the contentious-administrative jurisdiction in the review of these files. Finally, the different alternatives for delisting after a takeover bid have been compared.

ABREVIATURAS

AN: Audiencia Nacional

Art.: Artículo

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

LME: Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles

LSC: Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

OPA: Oferta Pública de Adquisición de Valores

RD: Real Decreto

STS: Sentencia del Tribunal Supremo

TRLMV: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

**LAS OPAS DE EXCLUSIÓN: REGULACIÓN, PROCEDIMIENTO Y
CRITERIOS PARA LA DETERMINACIÓN DE SU CONTRAPRESTACIÓN.**

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	7
2. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR EXCLUSIÓN: APROXIMACIÓN A SU EVOLUCIÓN NORMATIVA	9
2.1 Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en la Unión Europea.....	9
2.2 Regulación de las Ofertas Publicas de Adquisición en España y la transposición de la normativa europea.	11
3. LA OPA CON EXCLUSIÓN SUBSIGUIENTE Y LA OPA DE EXCLUSIÓN. DELIMITACIÓN Y CARACTERES GENERALES.....	14
3.1 Régimen general de la OPA de exclusión.....	14
3.2 Excepciones a la presentación de una OPA de exclusión.	18
4. EL PRECIO EN LA OPA CON EXCLUSIÓN SUBSIGUIENTE: EL PRECIO EQUITATIVO.....	23
4.1 Determinación normativa.....	23
4.2 Criterios legales para la determinación del precio equitativo	26
5. PRECIO DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR EXCLUSIÓN	31
5.1 Precio de la oferta	31
5.2 Los métodos de valoración de referencia establecidos por el Real Decreto de OPAS. 31	
5.2.1 Valor teórico contable de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las ultimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a estas, sobre la base de los últimos estados financieros.	31
5.2.2 Valor liquidativo de la sociedad, y en su caso, de su grupo consolidado.....	32
5.2.3 Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante su publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.....	33
5.2.4 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.	34

5.2.5	Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional como el descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables.....	35
5.3	La determinación del precio que resulta de los anteriores criterios de valoración.....	38
5.3.1	Métodos de valoración adecuados	38
5.3.2	Métodos de Valoración no adecuados	40
5.3.3	Métodos de Valoración de contraste.....	41
5.4	El precio equitativo.	42
5.5	Contraprestación de la oferta.	42
5.6	El informe de valoración y la justificación de la contraprestación	44
6.	FUNCIÓN DE LA CNMV	45
7.	LAS DISCREPANCIAS SOBRE LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO. ANÁLISIS JURISPRUDENCIAL.	47
7.1	Conflictos relacionados con el precio y su justificación.....	49
7.2	Conflictos de interés del experto independiente.....	51
8.	CONCLUSIONES	53
9.	BIBLIOGRAFÍA	57
10.	ANEXOS.....	62

1. INTRODUCCIÓN

El declive de las bolsas de valores no es un fenómeno local. Ya sea por los excesos en la regulación del mercado de valores, “*por la desregulación financiera de la captación de fondos de los inversores a través de mercados privados*”¹ o por el exceso de liquidez que no exige acudir a los mercados de valores², la capitalización de los emisores cotizados muestra una evolución descendente en los últimos años, tanto en España como en los mercados más importantes del mundo.

A este efecto no solo ha contribuido la escasez de salidas a bolsa sino, singularmente, el número e importancia de las exclusiones bursátiles. El art. 82.2 del TRLMV establece el principio general de que “*cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión.*”

La oferta pública de adquisición por exclusión (OPA de exclusión) es la institución jurídica que sirve para proteger a los accionistas de la sociedad cotizada por la pérdida de liquidez de las acciones de las que son propietarios en caso de que la propia sociedad o un tercero decidan su exclusión de negociación.

Por las razones expuestas, uno de los aspectos que reviste hoy un especial interés práctico es el estudio del régimen de las OPAS de exclusión y, en especial, el de los instrumentos previstos normativamente para la protección de los accionistas.

Baste señalar que, en un estudio de elaboración propia realizado sobre la información publicada por la CNMV, en los diez años comprendidos entre el 2009 y el 2018 en

¹En este sentido en la entrada de Alfaro Águila-Real, J., “*Los costes sociales de la decadencia de la sociedad cotizada*” disponible en <https://derechomercantilesparna.blogspot.com/2017/05/los-costes-sociales-de-la-decadencia-de.html>, última consulta el 11 de abril de 2020, se analizan las consecuencias de la caída del declive, atribuyéndolo a factores como la aparición de mercado no regulados o las dificultades para cumplir con la normativa por parte de grandes empresas, entre otros.

² Las necesidades de financiación que en años anteriores llevaban a una sociedad a salir a bolsa, han cambiado y ahora existen otros mecanismos que permiten financiar estas empresas. Así se recoge en el estudio de este fenómeno en los mercados de EE. UU., en Ewens, M. y Farre-Mensa, J., “*The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs*”, Review of Financial Studies Forthcoming, de 7 de febrero de 2020, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3017610 , última consulta el 11 de abril de 2020.

España, de las 53 OPAS presentadas, 34 han terminado con la exclusión de cotización de la sociedad y 21 se presentaron, directamente, como OPAS de exclusión³ (ver Anexo I).

El objetivo de este trabajo es el estudio jurídico de los criterios seguidos para la determinación del precio pagado en las OPAS de exclusión en España. Para ello, se lleva a cabo un estudio de la normativa nacional y comunitaria en materia de OPAS, así como de la práctica nacional, centrada en los métodos de valoración utilizados para justificar la contraprestación ofrecida y las discrepancias en su determinación.

Partiremos de las dificultades que el legislador europeo encontró en el desarrollo de la Directiva actual y analizaremos el impacto que esta ha tenido en la determinación del precio y en la protección de los accionistas minoritarios en las OPAS de exclusión. A continuación, estudiaremos la normativa española, incluida en la Ley del Mercado de Valores (en adelante “TRLMV”) y en el Real Decreto 1066/2007 sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, Real Decreto de OPAS), que transponen la mencionada Directiva.

Analizaremos las distintas alternativas que el citado soporte normativo ofrece para obtener, directa o indirectamente, la exclusión voluntaria de una sociedad en bolsa: bien, directamente, mediante una OPA de exclusión o, de forma indirecta, a través de una OPA, obligatoria o voluntaria, con la exclusión subsiguiente de negociación de los valores de la sociedad objeto de la oferta utilizando procedimientos que evitan la realización de una oferta adicional. Examinaremos, por fin, el procedimiento, los caracteres y las excepciones aplicables a estas operaciones.

Antes hemos señalado que la principal institución para la protección de los accionistas es el precio de la oferta. Por ello, este estudio dedicará una parte relevante al análisis de los diferentes métodos de valoración recogidos en el Real Decreto de OPAS, de su aplicación

³ Para el desarrollo de este trabajo hemos llevado a cabo un estudio de todos los folletos informativos de las OPAS de exclusión y OPAS con exclusión subsiguiente llevadas a cabo en España desde el año 2009 hasta el día de hoy. Hemos usado como fuente los folletos informativos de estas OPAS tomados de la página web de la CNMV en <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=22>. Para determinar qué sociedades fueron excluidas durante estos años, y a través de que mecanismos, hemos recurrido a los informes anuales de la CNMV donde se facilita esta información. Estos se pueden ver en: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>. Toda la información que mencionemos en relación con la práctica de este tipo de OPAS, así como los anexos se basan en el estudio realizado.

en las OPAS presentadas en el mercado español en los últimos diez años, en los informes de los valoradores independientes que han intervenido, en el papel jugado por la CNMV y en el pronunciamiento de los jueces con ocasión de su revisión judicial.

2. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR EXCLUSIÓN: APROXIMACIÓN A SU EVOLUCIÓN NORMATIVA

2.1 Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en la Unión Europea.

Pronto se apreció que el objetivo de alcanzar primero, y fortalecer después, el Mercado Único exigía un mercado financiero integrado y este la convergencia en la regulación de las tomas de control sobre sociedades cotizadas. Sin una regulación armonizada del mercado de control societario, los principios de libre circulación de capitales y de establecimiento recogidos en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea no podían ser efectivos.

La armonización de la normativa reguladora de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores era un viejo objetivo inalcanzado por las profundas discrepancias entre distintos Estados Miembros que nacían del principio mismo de la OPA obligatoria, vigente en Reino Unido, pero no, por ejemplo, en Alemania⁴. Además, aspectos tales como la defensa de los minoritarios, el tratamiento paritario de los accionistas, los mecanismos de defensa, el papel del consejo de administración o del consejo de dirección y la exclusión de cotización, etc., eran espacios donde el acuerdo resultó por muchos años imposible⁵.

En 1974 se suscitó, por vez primera, la necesidad de una normativa de OPAS armonizada. En concreto, se identificó la necesidad de unificar los instrumentos de defensa ante una OPA. Por ello, la Comunidad Económica Europea recurrió al profesor inglés Pennington⁶ para que elaborara un estudio basado en la *passivity rule* del *City Code* inglés. Sin embargo, el estudio no llevó a una propuesta normativa alguna.

⁴ Vid. García de Enterría, J. “*La OPA obligatoria*”, Editorial Civitas, Madrid, 1996, p.p. 46-47.

⁵ Cfr. Sánchez-Calero, J. “*La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas*”, *Documentos de Trabajo del departamento de Derecho Mercantil*, n. 3, 2006, p.10.

⁶ Que dirige la elaboración del documento de trabajo de la Comisión Europea, en Pennington, R., “*Report on takeover and other bids*”. XI/56/74-E, 1974.

Una década después, en el año 1985 se volvió a poner de manifiesto la necesidad de una Directiva europea sobre OPAS. El Libro Blanco de la Comisión Europea: “*La Consecución del Mercado Interior*”⁷ identificó la armonización de la regulación de las OPAS como una de sus necesidades más apremiantes.

A estos dos primeros pasos les siguieron tres propuestas fallidas de Directivas (la de 1989, la de 1996 y la de 2002)⁸. Las profundas diferencias entre los distintos Estados Miembros en lo concerniente al deber de pasividad del Consejo de Administración, a las reglas de neutralización o “*break through rule*” como medida defensiva anti-OPA y a la protección de los empleados de las sociedades objetivo fueron algunos de los principales motivos para el reiterado fracaso en alcanzar un acuerdo.

Entre las propuestas de 1996 y de 2002, la Comisión Europea encargó a un grupo de expertos encabezados por el profesor Jaap Winter un informe de recomendaciones sobre la regulación de las OPAS. El denominado “Informe Winter”, publicado el 10 de enero de 2002, está en el origen de la propuesta de directiva de 2002. Su contenido abordaba las principales cuestiones planteadas en materia de OPAS y recogía, a modo de resumen, una serie de recomendaciones divididas en tres bloques: las reglas de juego uniforme, el precio equitativo y el derecho de exclusión de los accionistas minoritarios (“*squeeze out*”) y de venta de los minoritarios al mayoritario (“*sell out*”).⁹

Finalmente, tomando como base el Informe Winter, y después de un largo proceso prelegislativo, se alcanzó un acuerdo en torno al texto de la directiva sobre OPAS europea que se tradujo en la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 (en adelante “Directiva de OPAS”).

⁷ Cfr. Garrido, JM., Miquel Rodríguez, J. y Górriz López, J., “*La internacionalización del derecho de sociedades*”. Editorial Atelier, 2010. p.24.

⁸ La Comisión adoptó una primera propuesta de Decimotercera Directiva del Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición el 19 enero de 1989, la segunda el 8 de febrero de 1996 a la que se le proponen enmiendas en el año 2000 que también son rechazadas, y la tercera el 2 de octubre de 2002.

⁹ Vid. Documento de Trabajo sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición (OPAS) publicado el 7 de marzo de 2003, disponible en <https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/itre/20030423/489309ES.pdf>, última consulta el 29 de marzo de 2020.

Esta Directiva consiguió una aproximación al campo de juego común o *level playing field* a nivel europeo, pese al interés de los distintos Estados Miembros por mantener sus propias técnicas de defensa para proteger a sus sociedades nacionales de los inversores extranjeros¹⁰. El campo de juego común se fundamentó en una serie de principios generales recogidos en el art. 3 de la Directiva (igualdad de trato, deber de información, etc.), y de obligaciones dirigidas a oferentes (oferta obligatoria e irrevocable) y a administradores como su obligación de defender los intereses de la sociedad en su conjunto y no de determinados accionistas. Se reguló, también, la necesidad de que cada Estado Miembro designara una autoridad supervisora para controlar y verificar el cumplimiento de las disposiciones establecidas en la normativa europea.

El objetivo fue la articulación de un sistema equilibrado que compatibilizara un mercado de control corporativo activo con la protección de los accionistas minoritarios basada, fundamentalmente, en el denominado precio equitativo. Sin embargo, y a pesar de todos los esfuerzos armonizadores llevados a cabo, el acuerdo solo fue posible manteniendo en la propia directiva determinadas reservas (arts. 11 y 12) que permitían a los Estados Miembros excepciones en la aplicación de las reglas de neutralización, es decir, de las medidas defensivas frente a las OPAS. Para muchos expertos se trata, por todo ello, de una Directiva de mínimos que, no ha cubierto sus expectativas.¹¹

Sin embargo, con todos sus defectos y como antes se ha señalado, la Directiva de OPAS establece un marco general de principios, obligaciones y deberes, transpuesto de forma convergente por todos los Estados Miembros¹².

2.2 Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en España y la transposición de la normativa europea.

¹⁰ Vid. Garrido, JM., Miquel Rodríguez, J. y Górriz López, J., “*La internacionalización del derecho de sociedades*”. Editorial Atelier, 2010. *Op. Cit.* p.p. 38-43.

¹¹ En este sentido, Hewitt.P, *Implementation of the European Directive on Takeover Bids – A Consultative Document*, Editorial DTI, 2005, p.1 dice: “*The Takeovers Directive had a long and difficult history during the course of EU negotiations. The final agreement achieves less than might have been hoped in terms of overcoming barriers to takeovers in the EU but, nevertheless, represents a step forward through laying down minimum standards for takeover regulation and applying many of the core values of the UK system at the EU level.*”

¹² En el documento de la CNMV de Aparicio Roqueiro., C.,” *Regulación de las OPAS: Teoría económica, regulación europea y ofertas sobre las empresas españolas*”, 2007, p.p. 31-38, su capítulo 3 desglosa el nuevo marco normativo de la Directiva e indica las normas de transposición de cada Estado miembro.

El régimen de OPAS en el ordenamiento jurídico español tiene su origen en el Capítulo V, arts. 60 y siguientes, del TRLMV, que recogió la normativa general sobre las ofertas públicas de adquisición y en el art. 34 de la misma norma, dedicado a la exclusión de la negociación. Dichas disposiciones fueron desarrolladas reglamentariamente por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, posteriormente modificado por el Real Decreto 432/2003, en materias tales como el sistema de garantías y el régimen de OPAS competidoras.

El régimen normativo de OPAS español anterior a la Directiva 2004/25/CE era más flexible que el actual, articulado sobre la base de la OPA previa y que permitía OPAS parciales. En conjunto, su régimen jurídico otorgaba una menor protección a los accionistas que el vigente, lo que se tradujo, quizá –también motivado por diversos factores macroeconómicos- en un mayor número de ofertas públicas de adquisición que el posterior a la entrada en vigor de la nueva regulación¹³. Es, como veremos, la introducción normativa del precio equitativo lo que ha supuesto, en parte, la reducción del número de OPAS al desincentivar, por marcar el precio mínimo de referencia de la OPA, la compra escalonada de paquetes de acciones durante los 12 meses anteriores a la formulación de la oferta.

La transposición de la Directiva de OPAS al derecho español se llevó a cabo a través de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y su desarrollo en el Real Decreto de OPAS. Con la nueva normativa, se produjo un gran cambio en nuestro régimen, pasando de un sistema de OPA *a priori*, donde se podía hacer una oferta sobre parte del capital social de una empresa y a precio libre, a un sistema de OPA *a posteriori* por la que, cuando se toma el control, resulta obligatorio lanzar una OPA, a precio equitativo y sobre la totalidad de los valores de la sociedad afectada.

¹³ En el año 2005 se autorizaron 14 OPAS; en 2006, 21 OPAS, en el año 2007 antes de la entrada en vigor del RD de OPAS, 11; mientras que en los dos años siguientes 2008 y 2009 el total de OPAS autorizadas fue de 11 (en el conjunto de los dos). Para contrastar que esta disminución en su número no se debió principalmente a la crisis económica y financiera de esos años, comprobamos que en los años 2015 y 2016 se presentaron 14 OPAS. Por lo que la clara caída de la actividad del mercado de control corporativo en España puede atribuirse a la entrada en vigor del nuevo régimen de OPAS.

El Real Decreto de OPAS introduce nuevos umbrales para la toma de control, la regulación del precio equitativo, la reformulación del deber de pasividad de los administradores y de las medidas de neutralización y un nuevo régimen de compras y ventas forzosas y de OPAS competidoras.

En el ámbito de las OPAS de exclusión también se incorporaron cambios. La redacción del art. 34 del TRLMV, junto con el art 7¹⁴ del Real Decreto 1197/1991 permitían identificar dos posibles supuestos de exclusión de la negociación: (i) la exclusión a instancias del Supervisor, por no alcanzar los requisitos de frecuencia, volumen o difusión establecidos reglamentariamente o por que la emisora no cumpliera con los requisitos de publicación y remisión de información, y (ii) la exclusión a solicitud del emisor sujeta a que la CNMV exigiese la presentación de una OPA o, al menos, de mecanismos de protección alternativos, cuando considerara que la decisión perjudicaba los legítimos intereses de los titulares de valores¹⁵. Por tanto, con la normativa derogada solo podían promover la exclusión de la negociación la CNMV y la propia sociedad, previa OPA de exclusión o procedimiento alternativo, cuando se considerarían necesarios. En el caso de la exclusión, además, la oferta debía extenderse a la totalidad de los valores afectados por la exclusión, debiendo pagarse la contraprestación íntegramente en dinero.

La normativa actual reguladora de las OPAS de exclusión, que analizaremos más adelante, recoge nuevos supuestos de exclusión de la negociación y prevé que pueda ser promovida por la propia sociedad o por terceros. Además, el Real Decreto-ley 21/2017 derogó el art. 81 del TRLMV¹⁶ que permitía a la CNMV acordar la exclusión de la negociación. En definitiva, el régimen actual otorga, en comparación con el anterior, mayor protección a los accionistas minoritarios y establece junto a distintas alternativas

¹⁴ “Art. 7. Oferta Pública de Adquisición en caso de exclusión de la negociación”

Cuando una Sociedad que tenga valores admitidos a negociación en Bolsa acuerde su exclusión de la misma, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si, examinados los eventuales procedimientos que la Sociedad hubiera establecido para proteger los intereses de los titulares de los valores, considerara 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 en los términos previstos en este artículo, para proceder a su amortización, salvo que por concurrir los requisitos contemplados en el artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas, esta amortización no sea necesaria”.

¹⁵ Cfr. Vives, F., *Las Operaciones de “Public to Private” en el Derecho de OPAS español*, Editorial Thomson Civitas, Madrid, 2008, p.206.

¹⁶ Derogado por el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

para la exclusión, nuevos criterios de valoración y de prestación de garantías, y un mayor control por parte de la CNMV.

3. LA OPA CON EXCLUSIÓN SUBSIGUIENTE Y LA OPA DE EXCLUSIÓN. DELIMITACIÓN Y CARACTERES GENERALES.

La normativa sobre OPAS vigente permite dos vías alternativas para alcanzar la exclusión de la cotización: (i) la OPA de exclusión, que es la promovida por la propia sociedad o por un tercero, aprobada por la junta general de accionistas de la sociedad afectada y formulada de conformidad con lo establecido en los arts. 82 TRLMV y 10 del Real Decreto de OPAS; y (ii) la OPA voluntaria o por toma de control, con exclusión subsiguiente, que supone la adquisición del control de la sociedad por un tercero con la intención de excluir a la sociedad de la cotización.

3.1 Régimen general de la OPA de exclusión.

El Capítulo III del Real Decreto de OPAS (arts. 10 al 13) titulado “*Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición*”, desarrolla el art. 82 del TRLMV y recoge la normativa relativa a las OPAS de exclusión, a las voluntarias y a las de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, así como sus excepciones.

La OPA de exclusión exige un régimen especial, singularmente protector por que, “*cuando una sociedad decide excluir sus valores de la negociación bursátil, los accionistas se ven privados de los beneficios de un mercado abierto que les permite liquidar su inversión en cualquier momento, de ahí la necesidad de establecer una protección adecuada. La OPA de exclusión garantiza esta protección, ya que facilita la liquidación de la inversión en el mercado antes que los títulos dejen de cotizar*”¹⁷.

Teniendo en cuenta los sujetos que intervienen en la OPA, podemos diferenciar dos tipos: la promovida por la propia sociedad emisora y por un tercero.

¹⁷ De Cárdenas Smith, C. “*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*”, Editorial Cívitas, Madrid, 1993, pág. 72.

La OPA de exclusión promovida por la propia sociedad era la única forma prevista de exclusión voluntaria de la negociación en el Real Decreto 1197/1991. En este tipo de OPAS, oferente y sociedad afectada coinciden, y la operación se lleva a cabo por decisión de sus accionistas que no consideran conveniente, por diversas razones¹⁸, mantener la cotización de la sociedad. Por ello, acuerdan solicitar a la CNMV la exclusión de negociación¹⁹.

En estos casos, resulta obligatorio formular una OPA de exclusión (i) cuando sea la propia sociedad la que acuerde el cese de la negociación en un mercado secundario de sus acciones (art. 10.1 Real Decreto de OPAS y art 82.2 TRLMV); (ii) cuando la sociedad sea parte de una operación societaria –que cabrá identificar con una modificación estructural: fusión o escisión total- por la que los accionistas de una sociedad cotizada se convierten, total o parcialmente, en socios de una no cotizada, o, aunque estuviera inicialmente previsto, la sociedad beneficiaria no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses desde la inscripción de la operación societaria en el Registro Mercantil.

El otro supuesto posible, la OPA de exclusión promovida por un tercero, supone una de las novedades normativas del Real Decreto de OPAS, aunque debemos recordar que, ya antes de su entrada en vigor, en el año 2006 en la OPA sobre CORTEFIEL, la CNMV autorizó por primera vez una OPA de exclusión formulada por un tercero²⁰.

Cabe destacar que la nueva regulación permite que este tercero sea completamente ajeno a la sociedad emisora de los valores y que no exige, aunque en la práctica sea lo más

¹⁸ Los motivos que llevan a una compañía a la exclusión de la negociación de sus valores son muy diversos y pueden depender de varios factores, ya sea por los costes económicos que implican la cotización de los valores, así como los deberes de información reforzados que tienen estas empresas en comparación con las no cotizadas, o por la posible pérdida del control de la compañía como medida defensiva anti-OPA, etc. Vid. Vives, F., *Op. Cit.* p.p. 23-57

¹⁹ Cfr. López Martínez, M. *Comentario al art. 10* en García de Enterría, J, y Zurita y Sáenz de Navarrete, J. (Coord.), *La regulación de las OPAS (Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio)*, Editorial Civitas, Madrid, 2009. S.P.

²⁰ Informe anual de la CNMV de 2006: “En 2006 se ha autorizado una sola OPA de exclusión, que tuvo 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” (p. 167).

frecuente, que sea accionista de la sociedad. No obstante, el hecho de que en todo caso se requiera el acuerdo de la junta general de accionistas de la sociedad afectada exigirá que alcance un acuerdo o, al menos, la conformidad de los accionistas que tengan la mayoría de la sociedad.

En los Anexos II y III vemos los porcentajes de los valores a los que se dirigen las OPAS por exclusión, donde el 51,61% de las ofertas se dirigen a menos del 20% de las acciones de las sociedades afectadas. En este sentido, que una OPA de Exclusión se dirija a un pequeño porcentaje de las acciones no significa necesariamente que el oferente sea el titular del resto de acciones a las que no va dirigida la OPA. Sino que, puede implicar que existan accionistas, que estén a favor de la oferta, que inmovilicen sus acciones hasta que transcurra el plazo de aceptación como se recoge en el art 10.2 del Real Decreto de OPAS, a los que no se dirigirá la oferta²¹. Si bien, en la mayoría de los casos, que los accionistas inmovilicen sus acciones se debe a que la oferta es promovida por la propia sociedad o por un miembro del grupo al que pertenecen, como ocurrió, por mencionar alguno de los casos, en las OPAS sobre SOTOGRANDE, FEDERICO PATERNINA o DAMM.

Finalmente, no se exige que el acuerdo de la junta general de accionistas de la sociedad sea adoptado por una mayoría distinta de la ordinaria²².

En todo caso debemos resaltar que la OPA de exclusión promovida por un tercero no es una variedad de OPA obligatoria por adquisición del control ni una forma de OPA voluntaria porque, a diferencia de estos dos últimos casos, exige el acuerdo de la junta general de la sociedad afectada de excluir sus acciones de cotización²³ y se rige por el procedimiento y los requisitos específicos de la OPA de exclusión.

En cuanto al procedimiento de la OPA de exclusión, el art. 82 TRLMV establece distintos requisitos, entre los que debemos destacar: (i) la obligación de dirigir la oferta a la totalidad de los valores que vayan a ser afectados por la exclusión, (ii) que el acuerdo de

²¹ En la practica es muy común, como ocurre en las OPAS sobre SOTOGRANDE (inmovilizadas el 99% de las acciones), CEMENTOS PORTLAND inmovilizadas el 78% de las acciones) y TESTA INMUEBLES inmovilizadas el 78% de las acciones)

²² *Vid.* López Martínez, M., *Op. Cit.*, S.P.

²³ *Cfr.* Vives, F. *Op. Cit.*, p. 226

exclusión, la oferta y su precio sean aprobados por la junta general de accionistas (no se especifica ningún tipo de mayoría reforzada para ello, por lo que será suficiente el acuerdo adoptado por mayoría simple)²⁴ y (iii) que la oferta debe formularse a un precio determinado aprobado por la CNMV, como indicaremos más adelante.

El régimen reglamentario establece en los apartados 2, 3 y 4 del art. 10 la regulación relativa a los valores a los que debe dirigirse la oferta, la contraprestación ofrecida y la aprobación de la oferta, del precio y del acuerdo de exclusión, respectivamente, por la junta general de la sociedad afectada.

- (i) Sujetos a los que va dirigida la oferta. Las OPAS de exclusión deben dirigirse a todos los titulares de acciones de la sociedad cotizada, incluyendo en todo caso a los de acciones sin derecho a voto que en el momento de realizar la oferta lo tengan conforme a lo establecido en la LSC y, de existir, a los titulares de derechos de suscripción de acciones o de obligaciones convertibles o canjeables en acciones de la sociedad afectada. Además, se podrá o no extender la oferta a aquellos titulares de instrumentos financieros derivados tipo warrants²⁵ o a otros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones. Sin embargo, se aclara, que de dirigir la oferta a los titulares de estos valores se deberán extender a la totalidad.

Además, el art 10.2 del Real Decreto de OPAS, en su último párrafo, excluye de la necesidad de dirigir la oferta a aquellos titulares de valores que hubieran votado a favor de la exclusión y hubieran inmovilizado sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación.

²⁴ Debemos destacar que el art. 200 de la Ley de Sociedades de Capital, permite que por estatutos las sociedades exijan un porcentaje de votos favorables superior al establecido por ley, sin llegar a la unanimidad.

²⁵ Un warrant es un valor negociable emitido por una entidad a un plazo determinado que otorga el derecho (y no la obligación) mediante el pago de un precio a comprar (warrant tipo call) o vender (warrant tipo put) una cantidad específica de un activo (activo subyacente) a un precio prefijado a lo largo de toda la vida de este o en su vencimiento según su estilo. Rescatado de <http://www.bolsamadrid.es/esp/Warrants/Warrants.aspx> , última visita el 6 de abril de 2020.

- (ii) La forma de la contraprestación de la OPA de exclusión. A diferencia de otros tipos de OPAS donde la contraprestación puede ser en acciones o en dinero, en este caso, consistirá íntegramente en dinero.
- (iii) Por último, será necesario el acuerdo de la junta general de la sociedad afectada.

3.2 Excepciones a la presentación de una OPA de exclusión.

El art. 11 del Real Decreto de OPAS permite excluir la formulación de una OPA de exclusión si, de otra forma, se aseguran los intereses de los titulares de los valores afectados. Esto supone una novedad en la ordenación de este tipo de OPAS, pese a que, en vigencia de la normativa previa, se habían admitido por la CNMV diversas fórmulas que sustituyeron la realización de una opa de exclusión y que, son el precedente de la regulación recogida ahora en este artículo²⁶.

El art. 11 del Real Decreto de OPAS establece cinco excepciones que excluyen la aplicación del régimen de la OPA de exclusión. Cuatro (apartados a) al d)), establecen procedimientos de protección de los titulares de valores sustitutivos de la OPA de exclusión y el quinto incluido en su apartado e), habilita a la CNMV para, con carácter general, convalidar otros procesos –acordados mayoritariamente por los titulares de valores a los que vaya dirigida la oferta- que protejan sus intereses.

Si atendemos a lo dispuesto en este artículo “*no será precisa una oferta de exclusión en los siguientes supuestos*” concluiremos que, de darse alguno de ellos, no será exigible la formulación de una OPA de exclusión. Aunque, como hemos indicado, debido a la habilitación general del apartado e) la relación de supuestos no puede considerarse cerrada.

Los supuestos previstos se pueden agrupar en cuatro grupos:

²⁶ Cfr. López Martínez, M, “Comentario al art. 11” en García de Enterría, J, y Zurita y Sáenz de Navarrete, J. (Coord.), *La regulación de las OPAS (Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio)*, Editorial Civitas, Madrid, 2009. S.P.

- (i) Cuando no haya lugar a la presentación de una OPA de exclusión por no existir destinatarios o porque, de existir, cuentan con instrumentos alternativos para vender sus valores al precio de la oferta. Serían los casos previstos en los apartados a) y b) del art. 11 del Real Decreto de OPAS.

En efecto, el apartado a) establece el supuesto de que se den las condiciones previstas en el art. 47 del Real Decreto de OPAS para el ejercicio de las compraventas forzosas. En estos casos, como se ha señalado anteriormente, el oferente tendrá el derecho de exigir a los accionistas y a los titulares de los restantes valores a los que se dirija la oferta, su venta forzosa al precio de la oferta. Ejercitado por el oferente este derecho, no habrá accionistas a los que dirigir una eventual OPA de exclusión al haber quedado el accionista mayoritario como único titular de todos los valores. En este mismo supuesto, y aun en el caso de que el oferente no ejerciera su derecho de *squeeze out*, los titulares de valores tendrán el derecho de venderlos al oferente a ese mismo precio, por lo que su posición habrá quedado *ope legis* suficientemente protegida.

En efecto, el procedimiento de las compraventas forzosas, conocido como *squeeze-out / sell-out* se recoge en nuestro ordenamiento jurídico en los arts. 136 TRLMV y 47 y 48 del Real Decreto de OPAS. La compra forzosa o *squeeze-out* se puede definir como el derecho que se atribuye al oferente de obligar a los accionistas minoritarios a venderles sus acciones al precio de una OPA presentada siempre que, (i) los valores adquiridos en ejecución de más las acciones que previamente poseyera, sumaran un porcentaje igual o superior al 90% del capital de la sociedad y (ii) la oferta hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido (art. 47 RD OPAS) . Por otro lado, la venta forzosa o *sell-out* responde al derecho de los minoritarios a vender sus acciones al oferente al precio de la OPA, siempre que se cumplan los mismos requisitos

señalados en el caso anterior,²⁷. Pese a tratarse de un derecho recíproco para oferente y accionistas minoritarios, la realidad es que en la práctica se suele ejercer con más frecuencia el derecho de compra forzosa.

Las compraventas forzosas se pueden justificar desde el punto de vista económico por los problemas que implican la permanencia de accionistas minoritarios tras una OPA: mayores costes para ambas partes y una menor eficacia en el desarrollo del control corporativo²⁸. Con su aplicación, el oferente puede alcanzar el control total de la compañía. Además, a pesar de que podría parecer que en estas instituciones solo se satisfacen los intereses del oferente, lo cierto es que también toman en consideración la pérdida de liquidez de los accionistas minoritarios que, en el momento en que deciden no acudir a la oferta, desconocen cuál va a ser su resultado.

Un ejemplo puede ser la OPA sobre TECNOCOM²⁹ realizada en el año 2017, no obstante, ha tenido lugar varias veces en los últimos años, en las OPAS sobre SAETA YIELD, EUROPAC, JAZZTEL, CEPSA, BEFESA, BANCO GUIPUZCUANO y BANCO PASTOR.

El art. 48.10 Real Decreto de OPAS dispone que una vez se ejerza este derecho, las acciones quedarán excluidas de la cotización, lo que resulta una consecuencia obligada de que una única persona –el oferente- pase a ser propietario del cien por ciento del capital de la sociedad objeto de la oferta.

A este respecto, el legislador ha considerado que la aceptación de la OPA por un porcentaje del 90% de los accionistas de la sociedad cotizada permite presumir que el precio ofrecido resulta adecuado³⁰ o, al menos, que los intereses de los que aceptan la OPA son coincidentes, no viéndose

²⁷ Cfr. López Martínez, M., *Op. Cit.*, S.P.

²⁸ Cfr. Vives, F. *Op. Cit.* p.336

²⁹ Así se recoge en la OPA sobre TECNOCOM, en su página 66, al hacer referencia a la compra forzosa: *En caso de darse los requisitos mencionados, la Sociedad Oferente exigirá a los restantes titulares de acciones de TECNOCOM—excepto a la propia TECNOCOM por las acciones propias que mantenga en autocartera, por ser ello contrario al artículo 134 de la Ley de Sociedades de Capital— que le transmitan dichas acciones por una contraprestación idéntica a la de la Oferta.*

³⁰ Cfr. López Martínez, M., *Op. Cit.*, S.P.

perjudicados los minoritarios por la no aplicación de los restantes precios de referencia para las OPAS de exclusión previstos en el art. 10.5 del Real Decreto de OPAS.

Por lo que se refiere al apartado b), establece que no procederá una OPA de exclusión cuando los titulares de todos los valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública. Se trata de una consecuencia del art. 10.2 del Real Decreto de OPAS cuando establece que no será preciso dirigir la oferta a aquellos titulares que hubieren votado a favor de la exclusión y que, además, inmovilicen sus valores hasta la finalización del plazo de aceptación de la oferta.

- (ii) Cuando se acuerde la absorción de la sociedad por otra cotizada. Se entiende, en este caso, que los instrumentos de protección que establece la legislación societaria y, en concreto, la LME³¹, junto con la continuidad de su participación en una sociedad absorbente que, al ser cotizada, facilita la liquidez de los valores, son instrumentos suficientes para que no sea necesaria otra protección de los accionistas minoritarios de la sociedad absorbida mediante la OPA de exclusión.
- (iii) El establecimiento de instrumentos alternativos que protejan a los titulares de valores. El apartado e) establece la excepción de la OPA de exclusión cuando la junta general de accionistas o, si procede, la asamblea general de obligacionistas acuerde, junto a la exclusión de cotización, un procedimiento que, a juicio de la CNMV, sea equivalente a la oferta de exclusión.

³¹ Debemos realizar una especial mención al cálculo del tipo de canje de acciones, que supone el número de acciones o participaciones de las sociedades absorbidas que hay que tener para recibir una acción de la sociedad absorbente. El correcto tipo de canje de las acciones es de esencial importancia en las fusiones pues un cálculo erróneo del mismo puede derivar en una dilución del valor de las acciones. Este, según el art 25 de la LME se calcula sobre la base del valor real de los patrimonios de las sociedades intervinientes. Además, en casos en los que una de las sociedades que participe en una fusión sea una Sociedad Anónima (supuesto esencial para la cotización en bolsa) se deberá emitir un informe elaborado por un experto independiente que señale si el tipo de canje establecido por los administradores está justificado, y si el patrimonio aportado por la sociedad o las sociedades que se extinguen es igual al aumento de capital de la absorbente.

- (iv) La OPA con exclusión subsiguiente. Antes de la reforma de la normativa de OPAS de 2007, y al amparo del entonces vigente art.7 del RD 1197/1991 que exceptuaba la obligación de formular una OPA de exclusión si la sociedad establecía “(...) procedimientos (...) para proteger los intereses de los titulares de los valores” se desarrolló, como técnica de protección de los accionistas minoritarios, el denominado por la doctrina “*procedimiento intermedio*”³². Este “procedimiento” consistía en que, después de haber liquidado una OPA para la toma de control de una sociedad con la intención de excluir sus valores de la negociación, el adquirente que había obtenido un alto porcentaje del capital mantenía en el mercado, durante un plazo de al menos un mes, una orden sostenida de compra de los valores hecha pública mediante hecho relevante. De esta forma, se permitía a los minoritarios que vendieran sus acciones y la protección de sus intereses, no siendo necesario formular la OPA de exclusión³³.

Pues bien, el art. 11 d) recoge ahora normativamente lo que en vigencia de la normativa derogada se vino en denominar “*procedimiento intermedio*”. El art 11. d) establece tres requisitos para que este procedimiento pueda sustituir la OPA de exclusión: (i) Manifestar la intención de excluir las acciones de la negociación, (ii) que se justifique el precio conforme a lo establecido en el art 10.5 y 6 del Real Decreto de OPAS, y (iii) que el oferente facilite la venta de las acciones manteniendo la oferta de compra como mínimo un mes en el semestre posterior al fin de la OPA.

En la clasificación de las OPAS con exclusión subsiguiente también debemos incluir las compraventas forzosas antes descritas. Con carácter general, la excepción del art. 11 d) tiene lugar en aquellos casos de OPA que no siguió los procedimientos y requisitos de la de exclusión pero que buscaba la misma finalidad y que ha alcanzado un alto nivel de aceptaciones³⁴. Así, se justifica por ser un mecanismo que hace posible que los accionistas minoritarios puedan vender sus acciones antes de la exclusión y con un procedimiento de fijación de precio que tiene, además, como referencia los mismos métodos de valoración

³² Cfr. López Martínez, M. *Op. Cit.*, S.P.

³³ Cfr. López Martínez, M., *Op. Cit.*, S.P.

³⁴ Cfr. Sánchez-Calero, F., *Op. Cit.*, S.P.

que la OPA de exclusión. Es conveniente subrayar que se trata de una extensión de la oferta que se dirige al accionista minoritario y no, como en el caso de la compraventa forzosa una obligación.

Además, y a diferencia de las compraventas forzosas, el precio de la oferta no se reputa suficiente por el porcentaje de accionistas que hayan acudido a la oferta, sino que se exige tomar en consideración los mismos métodos de valoración previstos por el Real Decreto de OPAS para las de exclusión.

En definitiva, el legislador tiene en cuenta los distintos intereses en juego y permite al oferente, que presentó una oferta con la finalidad de adquirir la totalidad de los valores de una sociedad para su posterior exclusión de negociación, evitar la formulación de una nueva OPA, en este caso, de exclusión cuando los intereses de los accionistas minoritarios que, inicialmente, no acudieron a la oferta, estén suficientemente protegidos. El uso de una u otra excepciones, podrá depender del nivel de control que haya alcanzado el oferente, pues el mantenimiento de la orden de compra será el que se lleve a cabo cuando la OPA previa no hubiera alcanzado los mínimos establecidos en el art. 47 relativo a las compraventas forzosas. Así ocurrió en la OPA sobre CAMPOFRÍO y ABERTIS donde no se cumplieron los requisitos reglamentarios para llevar a cabo una compraventa forzosa y se optó por la opción del art. 11 d) evitando la formulación de la OPA de exclusión³⁵.

4. EL PRECIO EN LA OPA CON EXCLUSIÓN SUBSIGUIENTE: EL PRECIO EQUITATIVO.

4.1 Determinación normativa

Antes hemos mencionado el largo proceso que supuso para el legislador europeo el desarrollo de la Directiva de OPAS. Pues bien, la regulación del precio equitativo es uno

³⁵ Así se indica en la OPA sobre CAMPOFRÍO en su página 58: *“el Precio de la Oferta (...)se extiende a todos los accionistas de Campofrío que acepten la Oferta, a los que transmitan sus acciones como consecuencia de los derechos de compra y venta forzosa o, en caso de no darse los requisitos para éstos, a aquellos otros que transmitan sus acciones de Campofrío a Sigma & WH Europe en el marco de la orden de compra a que se refiere el artículo 11 d) del RD 1066/2007.”*

de sus elementos de mayor importancia y supuso uno de los principales obstáculos para su aprobación.

El objetivo de regular el precio equitativo aparece en el primer intento de proyecto de Directiva en los años 70, impulsado por el profesor Pennington³⁶, y continua sin mucho éxito en las propuestas de los años 1989, 1996 y en su enmienda del año 2000, donde se llega a abandonar la idea de un precio máximo pagado por el oferente en un periodo de tiempo previo a la OPA, mencionando solo la necesidad de la existencia de un precio que cumpliera objetivo de “*la protección de los accionistas minoritarios*”.³⁷ El Informe Winter en el año 2002 insistió, sin embargo, en la necesidad de que la oferta se formule a un “precio equitativo” para procurar una adecuada protección a los accionistas minoritarios³⁸.

Las discrepancias entre los que defendían que fuera el precio más alto pagado por el oferente durante un determinado período de tiempo antes de la oferta y los que preferían la referencia al precio determinado por un criterio de valoración objetiva, como, por ejemplo, la cotización media de los meses previos, fueron puestas de manifiesto en el Informe.

El grupo de expertos se decantó, sin embargo, por la primera opción, el precio más alto pagado por el oferente, debido a dos motivos: (i) permite la distribución plena a los minoritarios de la prima de control y (ii) dota de mayor seguridad al oferente en relación con el precio máximo a pagar para la formulación de la OPA y la toma de control³⁹. No obstante, esta forma de determinar el precio es la que debe aplicarse en lo que el informe consideraba *circunstancias normales*. En *circunstancias particulares*, como sería la de que no hubiera adquirido acciones en el periodo temporal descrito, lo que no puede

³⁶ En el documento de trabajo de la Comisión Europea: *Report on Takeovers and other bids* analiza la normativa y la práctica en materia de OPAS de cada Estado Miembro, y propone un borrador de Directiva, principalmente inspirado en la normativa británica y francesa.

³⁷ Cfr. Juste Mencía, J., Recalde Castells, A., *Derecho de OPAS, Estudio Sistemático del régimen de Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*, Editorial Tirant, Valencia, 2010 p. 262

³⁸ Cfr. COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar*, Bruselas, 21 de mayo de 2003. p.24

³⁹ Carretero, E. “El precio equitativo en la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores” *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N. 17, Sección Análisis, 2015, Editorial LA LEY, p. 5.

sucedir –por su propia mecánica- en una OPA obligatoria por toma de control, pero sí en una OPA voluntaria que vaya seguida de la exclusión de cotización.

La Directiva Europea sobre OPAS bebe del Informe Winter y adopta su opción sobre el precio equitativo. El art. 5.4 de la Directiva de OPAS considera como precio equitativo aquel que se corresponda con el “*precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente*” en el período comprendido entre los seis y los doce meses previos a la oferta. No obstante, el precio mas alto pagado se establece como precio equitativo solo para aquellas *tomas de control derivadas de adquisiciones previas por el oferente o por las personas concertadas con el*, lo que supone que no será aplicable al caso de una oferta voluntaria presentada a todos sus titulares de los valores por la totalidad (art 5.2 Directiva de OPAS) ni a las OPAS de exclusión.

Además, la Directiva prevé ajustes al alza de dicho precio si entre el momento en el que la oferta se ha hecho pública y su aceptación, el oferente o las personas que actúen concertadas con él compran valores a un precio mayor al previamente pagado. En estos casos, deberán como mínimo igualar el precio de la oferta a ese precio más alto que hubieren pagado.

Esta forma de determinar el precio equitativo correspondería con lo que en el informe Winter se denominan “*circunstancias normales*”. Las “*circunstancias particulares*” serían aquellas que se indican en el párrafo segundo del art. 5.4 de la Directiva, las cuales permiten que siempre y cuando la oferta no se dirija a valores emitidos por los Bancos Centrales de alguno de los Estados Miembros y se respeten los principios generales indicados en la Directiva de OPAS, podrán las autoridades supervisoras autorizar la modificación del precio si se dan determinadas *circunstancias* y utilizando *criterios claramente determinados*. Serán, por tanto, los Estados Miembros los que en su legislación nacional deban indicar, en su caso, aquellas circunstancias en las que se pueda modificar el precio. Además, podrán indicar también los criterios conforme a los cuales se determinará el nuevo precio, mencionando la normativa europea a modo de ejemplo el uso del valor de liquidación o del valor medio de mercado de un periodo determinado.

En España, antes de la aprobación de la modificación del TRLMV y del Real Decreto de OPAS que transpusieron esta Directiva, existía ya una regla similar a la del precio

equitativo, aunque limitada al ámbito de las OPAS de exclusión. En efecto, el RD 1197/1991 en su art. 7, reconocía como criterio para determinar el precio en estas OPAS el “*precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión*”. Sin embargo, para las restantes modalidades de ofertas, regía una total libertad en la determinación del precio.

Con la nueva regulación de las OPAS en España la introducción normativa del precio equitativo tiene una triple funcionalidad: (i) es el aplicable a toda OPA obligatoria; (ii) es la referencia que permite excepcionar la obligación de formular una OPA cuando se halla alcanzado el control de una sociedad cotizada tras la realización de una OPA voluntaria sobre el 100% de los valores a dicho precio⁴⁰ y, por tanto, será el precio de la exclusión en los supuestos de compraventas forzosas y es, (iii) el límite mínimo del precio al que se podrá presentar una OPA de exclusión y de las órdenes de compra posteriores a una OPA.

4.2 Criterios legales para la determinación del precio equitativo

Se definen en el art 9 del Real Decreto, cuyo tenor literal es el siguiente “*precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con el hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta*”. A diferencia de la Directiva de OPAS, en el Real Decreto se señala que debe entenderse el precio acordado y no solo el pagado⁴¹.

Este precio siempre deberá incluir, según el mismo artículo del Real Decreto de OPAS, “*el importe íntegro de la contraprestación pagada o acordada*”. Además, se indican unas reglas especiales si nos encontramos ante alguna de las siguientes circunstancias:

- (i) “*Compraventa que fuese de ejecución de un derecho de opción de compra previo, En este caso, se sumará al precio la prima del derecho de opción pactada.*”

⁴⁰ Cfr. Vives, F., *Op. Cit.* p.228

⁴¹ Esto implica que no es necesario que se lleve a cabo una compra de acciones para determinar el precio equitativo, basta con que en la negociación del precio de la oferta el oferente y el ofertado hubieran pactado un precio a pagar, aunque posteriormente no se hubiera efectuado la OPA.

- (ii) *“Compraventa que fuese ejecución de un derecho de opción de venta previo. En este caso, se restará, para la determinación del precio equitativo, la prima del derecho pactada.”*
- (iii) *“Supuesto de otros instrumentos financieros derivados. El precio equitativo será el del ejercicio más las primas satisfechas para la adquisición del derivado.”*
- (iv) *“En los supuestos previos, de calcularse el precio del ejercicio en relación con varias operaciones, se aplicará el más elevado al que haya cruzado operaciones el accionista en cuestión.”*
- (v) *“Si la adquisición de los valores se ha producido mediante canje o conversión, el precio se calculará como la 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, el ámbito temporal para ejecutar la regla del precio equitativo se debe completar con lo dispuesto en el art. 16 del Real Decreto de OPAS. En este artículo se diferencian dos supuestos, el de OPA obligatoria y el de OPA voluntaria. En esta última, el plazo de los doce meses previos se contará hasta el momento en el que se adopte la decisión de formular una oferta pública de adquisición y se hubiera asegurado de que el oferente tenga la capacidad suficiente para hacer frente a la oferta. En la OPA obligatoria la fecha para el cómputo retrospectivo será aquella en la que se supere el umbral de control.

Sin embargo, cabe la posibilidad de que en los doce meses anteriores al anuncio no se hubiera pagado o acordado precio alguno por las acciones de la ofertada⁴². En estos casos, el art. 9.2 del Real Decreto de OPAS nos indica que *“el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo 10”*, haciendo referencia a los métodos de valoración utilizados para justificar la contraprestación de las OPAS por exclusión, que explicaremos más adelante.

⁴² Así ocurrió en la OPAS sobre ABERTIS, DURO FELGUERA y CEPSA.

Respecto al ámbito temporal, de no presentarse la oferta dentro del plazo de un mes desde el momento en el que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta, se comenzará a devengar el interés legal del dinero sobre el precio equitativo determinado hasta el momento en el que se formule la oferta.

Por último, el art. 9.4 del Real Decreto de OPAS establece la facultad reglada de la CNMV de modificar el precio equitativo calculado conforme a los criterios establecidos en el mismo artículo que hemos explicado previamente. Esto implica, la revisión de que el precio equitativo ofrecido o alcanzado por el oferente se ajusta a los criterios establecidos en el Real Decreto de OPAS para su determinación, y, en segundo lugar, la facultad de comprobar aquellos supuestos en los que el precio ofrecido no se corresponda con el precio equitativo por existir determinadas circunstancias que lo justifiquen⁴³.

Para que el órgano de control pueda ejercer esta facultad se deben dar ciertas circunstancias que explicaremos a continuación. Además, de ejercer esta facultad, tal y como indica el último párrafo del art 9.4 del Real Decreto de OPAS la CNMV *“publicará en su página web la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto del establecido en los apartados precedentes”*.

Las circunstancias que habilitan esta facultad podrían clasificarse en dos tipos, las que guardan relación con la sociedad cotizada o la cotización de sus acciones, y las que guardan relación con la adquisición de las acciones por el oferente o personas concertadas con el⁴⁴. Las primeras son (art 9.4 apartados a b y f, Real Decreto de OPAS):

- (i) Que la cotización de los valores de la sociedad en el periodo de referencia se haya visto afectada por el pago de un dividendo, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva del precio equitativo. En la siguiente tabla podemos apreciar como el reparto de dividendos afecta directamente al precio ofertado.

⁴³ Cfr. Vives, F. *Op. Cit.* p. 175

⁴⁴ Cfr. Vives, F., *Op. Cit.*, p.p. 175-176.

	Precio anterior al reparto de dividendos	Dividendo repartido	Precio Final
OPA ABERTIS	18,76	0,4	18,36
OPA AXIARE	18,5	0,14	18,36
OPA AHORRO FAMILIAR	25,38	0,75	24,63
OPA BEFESA	26	2,22	23,78

Cabe destacar que no solo se limita esta corrección al pago de dividendos, será aplicable también para cualquier otro tipo de retribución a los accionistas similar a los dividendos, como por ejemplo la distribución de una prima de emisión. También es posible que el oferente no ajuste la oferta ante un posible reparto de dividendos o similar, como se dio en las OPAS sobre EUROPAC⁴⁵ o SAETA YIELD.

- (ii) *“Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el período 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 del TRLMV. 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”.*

Es necesario destacar que el art. 83 ter del TRLMV se encuentra derogado. Este, hacía referencia a la comunicación de operaciones sospechosas, cuestión que ahora se puede encontrar en los arts. 233 y 234 del TRLMV. En definitiva, se hace ver la capacidad del ente de control de modificar el precio si se hubiera iniciado un procedimiento sancionador conforme al procedimiento administrativo, siempre y cuando se hubiera notificado al interesado correspondiente.

⁴⁵ En el Folleto Informativo de la OPA sobre EUROPAC, *Op. Cit.: La contraprestación de la Oferta no se ajustará por ninguna distribución de dividendos ni cualquier otra distribución que se acuerde o se pague a sus accionistas por parte de Europac dentro del curso ordinario del negocio y de conformidad con la política actual de dividendos de Europac. En particular, se hace constar que el dividendo bruto por acción de EUR 0,293 distribuido tras la aprobación de la aplicación del resultado del ejercicio 2017 propuesta a la Junta General Ordinaria de la Sociedad Afectada celebrada el 27 de junio de 2018 no ha dado lugar a un ajuste al Precio de la Oferta.*

- (iii) Que la sociedad afectada se encuentre, de forma demostrable, en serías dificultades financieras, en cuyo caso, la contraprestación de la oferta deberá ser aquella que resulte de aplicar los métodos de valoración del art. 10 del Real Decreto de OPAS, que analizaremos más adelante.

El otro grupo de circunstancias son las que guardan relación con la adquisición de las acciones por el oferente o personas concertadas con el, y son las que siguen a continuación (art. 9.4 apartados c d y e, Real Decreto de OPAS):

- (i) *“Que el precio equitativo hubiera sido inferior al rango de cotización de los valores en el día de la adquisición determinante de dicho precio, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser menor que el 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 realizada a precio de cotización en cuyo caso se estará al precio más elevado pagado o acordado en las restantes adquisiciones del periodo de referencia”.*
- (iii) *“Que las adquisiciones del periodo 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”.*

Además, en aquellos casos donde la CNMV modifique el precio equitativo conforme a los motivos explicados anteriormente, puede solicitar un informe que verse sobre los criterios y métodos de valoración usados a la hora de determinar el precio equitativo⁴⁶. En estos casos, al igual que en el informe del órgano de administración sobre la propuesta y el precio ofrecido en la OPA por exclusión, dicho documento se puede acompañar de otro elaborado por un experto independiente designado por el órgano de administración de la sociedad oferente.

⁴⁶ Vid. Art 9.4 penúltimo párrafo

El Real Decreto de OPAS menciona, después de hacer referencia a la facultad de modificación del precio equitativo, los posibles criterios o métodos de valoración a utilizar para determinar el precio que son los mismos que los recogidos en su art. 10.5 con la misma habilitación general del art. 10.5 e): *“otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas”*.

5. PRECIO DE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR EXCLUSIÓN

5.1 Precio de la oferta

Como se ha señalado, el precio de las OPAS de Exclusión no es el precio equitativo sino uno que debe reunir las siguientes características: (i) fijado sobre la base de los resultados obtenidos a partir de un amplio menú de métodos establecidos en el Real Decreto de OPAS, tomados de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia; (ii) que el precio de la oferta no podrá ser inferior al mayor que se considere adecuado, obtenido de acuerdo con los criterios anteriores, y (iii) que el precio determinado según los anteriores criterios, deberá ser justificado por un informe de valoración .

5.2 Los métodos de valoración de referencia establecidos por el Real Decreto de OPAS.

La norma reglamentaria establece los siguientes métodos de valoración de referencia para justificar el precio (art. 10.5 Real Decreto de OPAS).

- 5.2.1 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 estas, sobre la base de los últimos estados financieros.

El valor teórico contable (“VTC”) nos indica el valor de una compañía a partir de su patrimonio neto (obtenido de los estados financieros consolidados) que se obtiene de

calcular la diferencia entre activos contables y sus pasivos exigibles registrado a su valor neto contable⁴⁷. Para determinar el precio se usa el valor teórico contable por acción que es el resultado de dividir el patrimonio neto entre el número de acciones emitidas por la sociedad a valorar⁴⁸.

Como se indica en el art. 10.5 a), para determinar el VTC se deberá usar la información más actual posible empleando las últimas cuentas anuales auditadas, e incluso estados financieros consolidados posteriores, de existir, referencia que tiene especial sentido para las sociedades cotizadas obligadas a presentar información semestral (art. 119 TRLMV). El VTC sirve para medir la situación actual de la empresa sin considerar proyecciones de futuro de los ingresos esperados ni de todos aquellos costes futuros que no sean registrables contablemente como provisiones.

El uso de métodos estáticos de valoración es escasamente utilizado en la práctica, esto es así pues tan solo refleja situaciones pasadas y no tiene en cuenta el verdadero valor de mercado de la compañía. Además, al no evaluar el futuro de la compañía no se considera válido para representar la rentabilidad que se debería exigir a las acciones por parte de los accionistas. Son una foto del patrimonio neto de una compañía en funcionamiento, por lo que no tiene en cuenta el desarrollo de la actividad empresarial, ni tampoco sus resultados. Es importante señalar, sin embargo, su frecuente utilización por los jueces al interpretar y aplicar referencias legales en materia de sociedades⁴⁹.

5.2.2 Valor liquidativo de la sociedad, y en su caso, de su grupo consolidado.

El valor liquidativo consiste en *estimar el que se obtendría en caso de cese o finalización de la actividad de la Sociedad, tras realizar todos los activos de la sociedad y liquidar todos sus pasivos y deudas, deduciendo los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación)*⁵⁰. Al igual que el VTC el valor liquidativo es un método de valoración estático, con las

⁴⁷ Cfr. OPA FUNESPAÑA, p. 32.

⁴⁸ Para calcular el precio por acción, en todos los métodos de valoración, se divide el valor de la empresa entre el número de acción excluyendo las acciones en autocartera.

⁴⁹ Vid. *Comentario al art. 308*, en Lara, R., en Rojo, A., y Beltrán, E., (Coord.), de la obra *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital. Tomos I y II*, Editorial Civitas, Madrid, 2011., S.P.

⁵⁰ Vid. OPA INVERFIATC, p. 28.

mismas limitaciones que el VTC, a las que se suma que es una valoración que pretende determinar el valor de la empresa ante una situación de cese de actividad y disolución de la compañía, por lo que no solo no se tiene en cuenta la rentabilidad esperada por el accionista, sino que se excluye la aplicación del principio de empresa en funcionamiento⁵¹.

Se trata, en definitiva, de una situación muy particular. Por ello, el art. 10.5 b) reconoce la posibilidad de obviar este método de valoración si el valor obtenido es significativamente inferior al determinado por los otros métodos de valoración, lo que ocurre en la mayoría de los casos⁵².

5.2.3 Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante su publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

Este método de valoración supone el cálculo de la media aritmética simple de los precios medios diarios ponderados por volumen de las sesiones en que ha habido negociación⁵³. El Real Decreto de OPAS no considera necesario un número mínimo de sesiones bursátiles en los que se hubieran negociado los valores en los 6 meses previos al anuncio de la OPA. Tampoco, señala qué precio de cotización será el adecuado para calcular la media ponderada, por lo que en la práctica se utiliza el valor de cotización al cierre de cada sesión⁵⁴, aunque, en ocasiones, también se utiliza el de la cotización media a lo largo de cada sesión⁵⁵.

⁵¹ Recogido en la norma 3.1 del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad: “*Se considerará, salvo prueba en contrario, que la gestión de la empresa continuará en un futuro previsible, por lo que la aplicación de los principios y criterios contables no tiene el propósito de determinar el valor del patrimonio neto a efectos de su transmisión global o parcial, ni el importe resultante en caso de liquidación*”.

⁵² Se desecha este método en las todas las OPAS de Exclusión, solo se considera válido en la OPA sobre INVERFIATC, como se explica en el apartado 5.3.1.

⁵³ Cfr. OPA AGUAS DE BARCELONA, p. 55.

⁵⁴ Cfr. López Martínez, M., “*Comentario al art. 10*”. *Op. Cit.*, S.P.

⁵⁵ Esto ocurre, por ejemplo, en las OPAS sobre ABERTIS, BEFESA y CORPORACIÓN DERMOESTÉTICA.

Su aplicación, puede conducir a la obtención de valores muy diferentes a los resultantes de otros métodos de valoración, ya que la valoración que hace el mercado de las acciones de una compañía varía en función de numerosos factores y dinámicas de mercado. Por ello, puede no reflejar de forma adecuada el valor real de las acciones, influido, en ocasiones, además por la volatilidad y la incertidumbre⁵⁶.

Frecuentemente se calcula de la misma forma el valor de la cotización media de los tres meses previos al anuncio de la oferta para calcular un rango de oscilación del valor de las acciones⁵⁷. Existen múltiples factores que pueden afectar a la volatilidad de los valores, y en ocasiones, 6 meses resulta un periodo de tiempo demasiado amplio en el que pueden acaecer circunstancias que afecten a la cotización, por ejemplo, una subida acusada del valor de las acciones, como ocurrió en el caso de la OPA sobre EUROPAC, el reparto de dividendos o bien cualquier otro supuesto excepcional que afecte a la cotización de las acciones.

5.2.4 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.

De conformidad con lo establecido en el art. 10.5 d) del Real Decreto de OPAS, para que esta metodología de valoración pueda ser de aplicación deberá haberse formulado alguna oferta pública de adquisición sobre la sociedad afectada en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

Este criterio, por las limitaciones expuestas, solo ha servido para determinar la contraprestación en los últimos diez años de OPAS de exclusión en España en tres ocasiones: en las OPAS sobre VUELING, COMPAÑÍA VINÍCOLA DEL NORTE y CASSA.

⁵⁶ Además, al no existir un criterio claro por parte del legislador sobre qué valor tomar, si el precio del cierre, o el precio medio de la sesión, pueden producirse diferencias significativas si se aplica uno u otro.

⁵⁷ Así ocurrió en las OPAS sobre EUROPAC y ABERTIS.

Es el resultado de que la OPA de exclusión precedente no habilitara al oferente a tomar el control de la sociedad afectada por lo que este se ve obligado a llevar a cabo una nueva oferta. Además de este motivo, la redacción de este artículo exige también tener en cuenta el precio ofrecido en cualquier otra oferta realizada el año previo por un tercero distinto al oferente actual, incluyendo también ofertas competidoras, así como ofertas no culminadas⁵⁸.

5.2.5 Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional como el descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables.

Se trata de una referencia abierta a cualquier método de valoración que resulte comúnmente aceptado por la comunidad financiera internacional, sin limitarse a los que, a título de ejemplo, contempla la norma. A continuación, se analizan los que, con más frecuencia, se han utilizado en los últimos diez años:

5.2.5.1 Descuento de flujos de caja (DCF)

Esta es la técnica más utilizada para determinar el precio de las acciones. Se trata de un método de valoración dinámico basado en el descuento de flujos de caja donde *se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento concreta*⁵⁹. El DCF es un método de valoración dinámico, lo que significa que la empresa a valorar va a continuar su actividad en las mismas condiciones que las actuales y que su evolución futura seguirá las mismas pautas de normalidad. Esta asunción es de esencial importancia para la aplicación de este método de valoración y, por ello, su utilización exige de un pronóstico detallado de todos aquellos elementos de la empresa susceptibles o vinculados con la generación de flujos de caja; por ejemplo, las ventas, remuneraciones, financiación, etc. En definitiva, el DCF⁶⁰ *incorpora el resultado*

⁵⁸ Cfr. López Martínez, M., *Op. Cit.*, S.P.

⁵⁹ Fernández, P. *Métodos de Valoración de Empresas*, Documento de investigación, DI-771 IESE Business School. p.14

⁶⁰ A los pasos a seguir para desarrollar este método en los siguientes:

(i) Proyectar los flujos de caja libres (*Free cash flow*) para un determinado periodo de tiempo, generalmente son 5 años. (ii) Determinar la tasa de descuento (WACC) apropiada para la empresa valorada atendiendo a

de evaluar los factores relevantes que afectan al negocio y permite realizar escenarios o ejercicios de sensibilidad en aquellas variables de ingresos, costes o inversiones que se consideren necesarios.⁶¹

Como se aprecia en los Anexos IV, V y VI el DCF es el método más utilizado en la práctica a la hora de determinar el valor de las empresas. Parece normal que sea así pues esta técnica tiene en cuenta todos los aspectos del negocio (que generen flujos de caja) considerando a la empresa valorada como un verdadero proyecto de inversión.⁶²

No obstante, como veremos y así se justifica en los informes de los expertos independientes, este método presenta también limitaciones y se dan casos en los que el experto designado por el órgano de administración no considera esta técnica como el más adecuada para determinar el valor, y consecuentemente el precio, de la compañía.

5.2.5.2 Valoración por múltiplos

La principal técnica de contraste utilizada para determinar el precio es la de valoración por múltiplos. Esta forma de valorar supone una alternativa a métodos como el NAV o el DCF y consiste en comparar los valores que toma nuestra compañía conforme a unas determinadas ratios con respecto a los de compañías comparables del mismo sector u otras empresas parecidas que han sido sometidas a una transacción recientemente.

Para que este método sea útil y fiable debemos estar antes un mercado eficiente donde la información disponible es amplia y objetiva basada en resultados históricos y futuros inmediatos⁶³. La valoración por múltiplos nos ofrece una alternativa de valoración cuando no es posible hacer una proyección fiable de los flujos de caja de la empresa y no se puede

diversos factores, como el riesgo del mercado, el del negocio, el nivel de recursos propios y ajenos, etc. (iii) Valorar el nivel actual de los flujos de caja proyectados y el valor “terminal” al final del periodo de tiempo que estemos proyectando. (iv) Sumar al valor actual de los flujos de caja el valor terminal para conocer el *enterprise value* o el valor de la empresa. (v) Sumar o deducir la posición neta de deuda, añadiendo o deduciendo el valor de otros activos y pasivos, respectivamente, según los estados financieros consolidados disponibles a la fecha de valoración, para determinar el valor del mercado de las acciones o de los fondos propios (*equity value*).

⁶¹ Cfr. OPA EUROPAC, p. 36.

⁶² Cfr. OPA CAMPOFRÍO, *Op. Cit.*, p.75.

⁶³ Cfr. Alonso Sebastián, R., Villa Pérez, A., *Valoración de empresas: Teoría y casos prácticos. Aplicaciones al sector agroalimentario*, Ediciones Mundi-Prensa, 2007, p.45.

usar algún otro método dinámico de valoración. Pero en todo caso hay que destacar las marcadas limitaciones de esta forma de valorar, que, en ocasiones, o bien por la situación del mercado o, por la inexistencia de compañías lo suficientemente semejantes a la valorada, se considera un método útil como técnica de contraste⁶⁴.

Con carácter general, los informes de valoración hacen referencia a dos formas de valorar por múltiplos: analizando transacciones de compañías comparables y por análisis de múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables.

El primero compara múltiplos utilizados sobre el precio pagado en transacciones de capital de compañías similares a la afectada, mientras que en el segundo no se entra a valorar el precio sino determinadas ratios que muestren el valor de la compañía. En ambos supuestos el múltiplo más utilizado es el EV/EBITDA, *enterprise value* (valor empresa) partido de *earnings before interest, depreciation and taxes* (beneficio antes de intereses amortizaciones e impuestos).

5.2.5.3 Net asset value (NAV)

El NAV es el único de los métodos de valoración utilizado en los últimos diez años para la formulación de OPAS de exclusión en España, que no se mencionan en el art. 10.5 del Real Decreto de OPAS. No obstante, no hay problema alguno a utilizarlo al incluir el citado precepto una cláusula residual que permite la utilización de otras técnicas para determinar el precio que fueran aplicables al caso, y “*aceptadas comúnmente por la comunidad financiera internacional*”, como es el caso del NAV.

Esta técnica de valoración de empresas es generalmente utilizada para valorar compañías del sector inmobiliario. Consiste en calcular el valor de una compañía sumando el valor de mercado de sus activos restando la deuda financiera, así como los pasivos fiscales netos derivados del reconocimiento del valor de dichos activos y otros ajustes sobre el valor razonable de activos y pasivos⁶⁵.

⁶⁴ Por ejemplo, en las OPAS sobre COMPAÑÍA VINÍCOLA DEL NORTE, ABERTIS y DAMM

⁶⁵ Cfr. OPA SOTOGRADE, p. 44.

La particularidad de este método surge en que el valor de mercado de los activos puede ser distinto del valor contable de estos, lo que implica que existe la posibilidad de que ambos valores sean diferentes existiendo plusvalías o minusvalías con respecto al valor neto contable. Las diferencias entre ambos implican, siempre que hubiere plusvalías, una obligación tributaria a la que debe hacer frente la empresa. La existencia de tales obligaciones tiene un impacto en la valoración y en el precio. El NAV como método de valoración identifica las diferencias entre el valor de mercado y el valor en libros de los activos, ajustados por el efecto fiscal, atribuibles a los accionistas.

En definitiva, el *Net Asset Value* es un método dinámico de valoración que atribuye los incrementos o reducciones netos de valor a los accionistas.

5.3 La determinación del precio que resulta de los anteriores criterios de valoración.

Para la determinación del precio, se deberá justificar la relevancia de cada método de valoración y el motivo por el cual se usa uno u otro y se incorporará el informe de valoración como anexo al folleto explicativo de la opa.

Con la finalidad de interpretar esta referencia hemos realizado un estudio de la ponderación que cada uno de los métodos han tenido en las OPAS de exclusión de los últimos diez años, el reflejo que han tenido en los informes de valoración recogidos en la página web de la CNMV y que aspectos de ese proceso han sido cuestionados judicialmente.

Siguiendo la metodología seguida por los expertos independientes en sus informes, los clasificamos en: métodos de valoración adecuados, no adecuados y de contraste.

5.3.1 Métodos de valoración adecuados

Los métodos de valoración que se han considerado generalmente adecuados son el DCF y el NAV (ver anexos IV y V). El principal motivo por el que se consideran válidos estos métodos es porque son métodos dinámicos que permiten estimar de manera objetiva y

razonable las proyecciones de los próximos años de las compañías y considerar, también, las condiciones específicas de la compañía y del mercado.

El DCF es el método que más veces se ha considerado adecuado en las OPAS analizadas (18 de 28, un 64,3%). El *net asset value* o NAV, no es un método utilizado en la mayoría de las operaciones por ser especialmente aplicable en compañías inmobiliarias. El NAV es el método indicado para la valoración de aquellas compañías en las que el valor de sus activos ofrezca una mayor rentabilidad que la propia explotación de la actividad empresarial que desarrollen. En las OPAS analizadas realizadas sobre compañías de este sector el método considerado adecuado ha sido el NAV, por lo que entendemos que debe ser considerado como un método de valoración generalmente aceptado, aun con la perspectiva sectorial anteriormente referida.

No obstante, aunque generalmente aceptados, estos métodos presentan sus propias limitaciones y ello exige que, en determinados casos, se utilicen otras técnicas para determinar el precio de la OPA. Por ejemplo, el DCF no es adecuado cuando la situación financiera de la compañía es endeble y depende de factores externos fuera de su control o cuando la rentabilidad de los flujos de caja es inferior a la normal por resultados anómalos debidos a circunstancias extraordinarias que afecten a las proyecciones y que impidan el reflejo de la realidad. Es el caso, por ejemplo, de la OPA sobre METROVACESA⁶⁶.

En estas ocasiones, los otros métodos de valoración sí que se han considerado como métodos apropiados para determinar el valor de las acciones, esto ha ocurrido con el VTC y valor liquidativo, que fueron considerados adecuados cuando la gran mayoría de los activos de la empresa habían sido adquiridos recientemente y, por ello, el valor de las tasaciones de dichos activos resultaba muy parecido al del VTC⁶⁷, como ocurrió en la OPA sobre INVERFIATC. También se ha considerado adecuada la cotización media ponderada de las acciones en la OPA sobre CORPORACIÓN DERMOESTÉTICA, donde este método es el más adecuado debido a la elevada cantidad de capital flotante o

⁶⁶ *Cfr.* OPA METROVACESA p.p. 51-52.

⁶⁷ *Vid.* OPA INVERFIATC., p. 28. Este es el caso de la OPA sobre INVERFIATC, donde el precio de la contraprestación se calcula a partir del VTC y del Valor Liquidativo.

*free float*⁶⁸ de la sociedad (el 41%). Esto suponía que la actividad en el mercado de intercambio de títulos de esta compañía era muy elevada y permitía estimar un valor razonable y objetivo del precio de las acciones.

Cabe destacar, sin embargo, que del estudio realizado (ver Anexo IV) se aprecia que en la gran mayoría de informes el método considerado adecuado es aquel que ofrecía la contraprestación más alta (86% de los casos). La norma del art 10 del Real Decreto de OPAS no obliga a que el precio ofrecido sea el mayor resultante de la aplicación de los métodos recogidos en el art. 10.5 sino que indica que se deberá entrar a valorar de forma conjunta y justificada dichos métodos. No obstante, parece que la traducción práctica de este criterio ha sido tomar el que resulte más alto, cuestión que, como veremos más adelante, también ocurre en la realidad jurisprudencial.

5.3.2 Métodos de Valoración no adecuados

Por otro lado, aquellos que generalmente no se consideran adecuados por los expertos encargados de elaborar el informe de valoración son el VTC, el valor liquidativo y el valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad. Este último no se considera adecuado porque apenas se ha podido aplicar por haber existido muy pocos supuestos de OPAS de exclusión en las que hubiera contraprestaciones previas, ya que, en estos casos, la aplicación de las compraventas forzosas y del mantenimiento de la orden de compra han evitado la formulación de una nueva OPA de exclusión.

Por lo que al VTC y al valor liquidativo se refiere, no se suelen considerar adecuados por el experto por ser métodos estáticos de valoración. A modo de ejemplo y debido a que las explicaciones dadas en los informes de valoración sobre la improcedencia de este método suelen coincidir, cabe citar la explicación dada por el experto independiente rechazando este método en la OPA sobre EUROPAC:

“(...) considera esta metodología de valoración (VTC) como no adecuada porque se trata de un método estático basado en principios contables que no siempre recogen el

⁶⁸ El *free float* es el porcentaje de las acciones de una compañía cotizada que puede ser adquirida en el mercado secundario por accionistas minoritarios.

valor razonable o de mercado de las partidas del balance, sino que se basa en costes históricos netos de amortizaciones. Asimismo, no tiene en cuenta los rendimientos futuros de los activos ni proporciona ninguna información al respecto de los potenciales resultados futuros que puedan explicar el valor de los activos intangibles autogenerados. Por tanto, no refleja de manera adecuada la rentabilidad que los accionistas exigirían a sus aportaciones. Corrobora esta visión el hecho de que el resultado de valoración del método de DFC, donde sí se recogen dichos rendimientos, arroja un valor por acción mucho mayor que el del VTC.”

Esta justificación también es aplicable al valor liquidativo, aunque en todo caso hemos de recordar que el art. 10.5 b) del Real decreto de OPAS permite que no se use este método cuando otorgara significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos de valoración.⁶⁹

En ocasiones la cotización media ponderada también se considera como un método no adecuado de valoración, ni siquiera como contraste, por el escaso capital flotante de la sociedad valorada, esencial para la validez del precio que resulte, y muy común en el supuesto de OPAS de exclusión.

5.3.3 Métodos de Valoración de contraste.

Por último, los métodos de valoración usados a modo de contraste son aquellas técnicas que el experto designado considera no aptas para obtener una valoración, pero sí para determinar un marco general del precio de la compañía.

Estos métodos sirven para contrastar y comparar la empresa valorada respecto a las otras, y ver como se han comportado en el mercado compañías similares, así como, cómo ha actuado la empresa en el mercado. Generalmente, los métodos de contraste son la valoración por múltiplos y la cotización media de los 6 meses previos al anuncio de la oferta⁷⁰.

⁶⁹ Como ocurre en las OPAS sobre INMOLEVANTE, SOTOGRADE o HISPANIA, por mencionar algunas.

⁷⁰ Es frecuente en la práctica, por ejemplo, en las OPAS sobre EUROPAC, DAMM, ABERTIS o AXIARE.

5.4 El precio equitativo.

El precio propuesto para la oferta no excluye la aplicación del precio equitativo. En el caso de las OPAS de exclusión, el precio equitativo será el límite inferior de la oferta, pues como señala el art. 10.6 del Real Decreto de OPAS, el precio de la oferta no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo y “*el que resulte de tomar en cuenta de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia*” los métodos de valoración recogidos en el art. 10 del Real Decreto. Es decir, que para determinar el precio se tendrá que estar al mayor del precio equitativo y el obtenido de la consideración conjunta de los distintos precios obtenidos en aplicación de los métodos de valoración establecidos por el Real Decreto de OPAS⁷¹.

El apartado 6 del art. 10 supone que el precio de las OPAS de exclusión debe ser, al menos, aquel al que se han comprado acciones a los minoritarios. Esta misma regla es aplicable a la exclusión por mantenimiento de orden de compra con posterioridad a una OPA, porque se debe someter a los mismos métodos de valoración que las OPAS de exclusión. Pero, por el contrario, en las exclusiones resultado de las compraventas forzosas la exclusión de la negociación de los valores se realiza al precio equitativo que es el que, *de facto*, se utiliza para la exclusión sin considerar, por tanto, los restantes métodos de valoración. Esta diferencia de criterio entre instrumentos que se pueden utilizar alternativamente para la exclusión de una sociedad podría ser cuestionada sobre la base del distinto tratamiento que se da en los diferentes supuestos.

5.5 Contraprestación de la oferta.

Por lo que se refiere a la forma de la contraprestación⁷², antes hemos mencionado que el art. 10.3 obliga a que en las OPAS de exclusión sea obligatoriamente en dinero. El

⁷¹ Esto no quiere decir que el método de valoración que indique el precio más alto será el que establecerá dicho límite, sino que será el método de valoración que se considere adecuado, sea o no el que ofrezca el mayor precio.

⁷² En relación con la contraprestación, para cualquier tipo de OPA se exige -debido al carácter irrevocable de las OPAS- en el art 15 del Real Decreto de OPAS, la necesidad de acreditar ante la CNMV la constitución de garantías que aseguren el cumplimiento de obligaciones resultantes de la oferta. Las garantías variaran en función de si la contraprestación se realiza en dinero o en acciones (ya emitidas o por emitir). Siendo en el primero de los casos “*un aval de una entidad de crédito o documentación acreditativa de un depósito de efectivo constituido en una entidad de crédito, que garantice en su totalidad el pago de la*

principal motivo de esta obligación es la especial protección de los minoritarios en este tipo de OPAS frente a la consecuente pérdida de liquidez de las acciones por el cese de la cotización. Así lo subraya el Tribunal Supremo en su sentencia de 23 de mayo de 2005, “(...) una contrapartida institucional a la pérdida de liquidez derivada de la exclusión de la negociación bursátil, que pretende otorgar la posibilidad a los tenedores o titulares de los valores de vender sus títulos a un precio en condiciones de equitatividad mediante la obtención de una compensación justa y en metálico para los accionistas que decidan aceptarla, (...), y evitar los perjuicios derivados al accionista minoritario por la eventual pérdida de valor de la acción que origina la reducción de su liquidez.”⁷³.

No obstante, como sabemos, en las OPAS con exclusión subsiguiente sí se permite el pago en acciones o en acciones y en dinero alternativamente -a diferencia de las OPAS de exclusión-, independientemente de que nos encontremos ante una compraventa forzosa o ante el mantenimiento de una orden de compra. Siendo esto otra de las posibles diferencias de tratamiento existente entre las variadas formas de excluir las acciones de la cotización mediante OPA.

Así ocurrió en las OPAS sobre ABERTIS y TECNOCOM, donde se llevó a cabo la exclusión por el mantenimiento de una orden de compra y se ofrecía alternativamente un pago en acciones y en dinero. Y también en la OPA sobre BANCO PASTOR donde se usó el mismo método de exclusión que en las OPAS anteriores, salvo que en este caso la contraprestación fue íntegramente en acciones.

contraprestación en efectivo frente a los miembros del mercado o sistema de liquidación y frente a los aceptantes de la oferta, y que permita su empleo por el sistema de compensación y liquidación del mercado en el que se negocien los valores objeto de la oferta, conforme a lo previsto a este efecto en la normativa aplicable a los sistemas de compensación y liquidación”. Y en el caso de que la contraprestación consista en acciones ya emitidas se deberá justificar que dichos valores están disponibles y su “afectación al resultado de la oferta”. Por último, el pago en valores a emitir se exige que los administradores de la sociedad actúen de un modo “no contradictorio”, es decir, que si la CNMV no aprecia la suficiente seriedad en la formulación de la OPA podrá exigir garantías “para asegurar las responsabilidades en que pudieran incurrir por los perjuicios que pudieran ocasionarse en el supuesto de que no llegue a producirse”.

La relevancia de las garantías es tal que el Real Decreto de OPAS indica en su art 17.4 b) que la oferta no será admitida a trámite por la CNMV cuando “falte la documentación acreditativa de la constitución de garantías” garantías que deben presentarse previamente al anuncio de la oferta según el art 16.1 del Real Decreto de OPAS.

⁷³ Sentencia del Tribunal Supremo, núm. 2414/2002, de 23 de mayo 2005.

5.6 El informe de valoración y la justificación de la contraprestación

El precio de la oferta deberá justificarse en un informe de valoración elaborado por los administradores, tal y como se recoge en el art. 10.5 del Real Decreto de OPAS en relación con el art. 34.5 del TRLMV, ahora art. 82 de la misma norma,: *“Al tiempo de la convocatoria de los órganos sociales que deban aprobar la oferta, se pondrá a disposición de los titulares de los valores afectados un informe de los administradores en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido”*.

La exigencia de un informe sobre la propuesta y el precio de la OPA elaborado por el órgano de administración no parece la forma más conveniente de justificar a los accionistas la contraprestación ofrecida en una OPA de exclusión. El hecho de que sea el consejo el que valore la compañía que administra, controlada por un grupo de accionistas mayoritarios o, al menos, por una mayoría de accionistas conformes con la OPA de exclusión, puede dar lugar a un posible de conflicto de intereses donde se ponderen más los factores que depriman el precio.

Esta circunstancia junto con la responsabilidad de los administradores respecto de una labor de valoración en la que no tienen por qué ser expertos, ha llevado a que, en la práctica junto con el informe elaborado por el órgano de administración, se realice otro por un experto independiente designado por el propio consejo. Dicho informe no sustituye al del órgano de administración, sino que se trata de un informe adicional que versa sobre los métodos de valoración del art. 10.5. Esta solución práctica no excluye la posible existencia de conflictos de intereses, sino que los desplaza al experto designado por el consejo de administración, cuestión que analizaremos más adelante.

En el último párrafo del art. 10.5 del Real Decreto de OPAS se indica que *“En el informe se justificará la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración”*. Sin duda, esta referencia abierta, es la que ha dado lugar a los mayores conflictos. Se trata de un juicio subjetivo sobre la consideración del peso relativo que en la determinación del precio de exclusión deben tener cada uno de los métodos y, por tanto, aspecto propicio para la discrepancia.

6. FUNCIÓN DE LA CNMV

La CNMV tiene la facultad de revisión formal de que se han cumplido los procedimientos reglamentarios de determinación del precio. Esta facultad no aparece recogida expresamente en el Real Decreto de OPAS, pero que puede entenderse establecido de forma tácita en su capacidad para revisar el folleto informativo de la OPA y autorizar o denegar la oferta pública de adquisición⁷⁴. Dentro del contenido del folleto, recogido en el Anexo del Real Decreto de OPAS, se indica que en el capítulo II deberá hacerse mención expresa al precio ofrecido, así como a la justificación de la contraprestación, por lo que entendemos que, de forma implícita, la CNMV tiene la capacidad para aprobar el precio incluido en el folleto, siempre que se ajuste a lo establecido en el Real Decreto en relación con los criterios y procedimientos establecidos reglamentariamente para determinar el precio.

En relación con la actuación de la CNMV en la revisión y autorización de las OPAS de exclusión hemos de remitirnos a la Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo de 2005 que crea la doctrina judicial sobre este asunto. Esta sentencia rechaza la interpretación literal que venía haciendo la jurisprudencia sobre las normas del Real Decreto de OPAS en relación con la motivación del acuerdo de la CNMV relativo a la autorización de las OPAS. Anteriormente, el Supervisor llevaba a cabo, siempre, según esta sentencia, una “*sumaria motivación*” sobre el acuerdo de la oferta, no entrando a valorar la correcta utilización de los criterios reglamentarios establecidos para determinar el precio y las demás cuestiones del acuerdo⁷⁵.

Por ello, afirma el alto tribunal que la CNMV debe, en todo caso, justificar “*los motivos que revelen la necesidad de autorizar la OPA de exclusión y el cumplimiento de los preceptos legales y reglamentarios exigidos en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, y que determinen el precio de la acción valorando los criterios normalizados en dicho precepto reglamentario, en aras de que los accionistas afectados puedan conocer el juicio de ponderación del valor de la acción y ejercer, en su caso, las acciones procedentes adecuadas a su derecho de*

⁷⁴ Art 21.1 Real Decreto de OPAS: “*La Comisión Nacional del Mercado de Valores examinará el folleto presentado y la documentación complementaria y autorizará o denegará la oferta*”

⁷⁵ Cfr. STS 23 de mayo 2005. *Op. Cit.* p. 9.

defensa”. De esta manera se obliga al Supervisor a emitir una resolución de autorización motivada y justificada. Dicha motivación no debe ser extensa y versar punto por punto sobre cada técnica de valoración, sino que bastará con que los informes de valoración utilizados para justificar la contraprestación expresen de forma adecuada y correcta los motivos por los cuales se determina el precio, remitiéndose el acuerdo de autorización a tales informes⁷⁶.

En relación con este aspecto, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 27 de diciembre de 2013, sigue la línea jurisprudencial marcada por la STS de 23 de mayo de 2005 y explica el alcance de la motivación de la CNMV. Indica el tribunal que la motivación del acto de autorización se completa con toda la información contenida en él o en los informes de valoración, por lo que siempre que la decisión de la CNMV haya sido tomada usando como base dicha información la motivación será suficiente⁷⁷. Es decir, la motivación de la autorización o denegación del acuerdo por parte del Supervisor se limitará a comprobar si la solicitud de la oferta se ajusta o no a los criterios⁷⁸ que establece la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto de OPAS⁷⁹, y si estos se han aplicado de forma correcta.

Cabe destacar que esta facultad de aprobación no supone en ningún caso un mecanismo que permita a la CNMV fijar el precio de la oferta. Tan solo implica la comprobación por parte del ente de control de que se han cumplido con los requisitos establecidos reglamentariamente para justificar el precio. No debemos confundir la facultad de revisión formal de la CNMV con lo mencionado en el apartado del precio equitativo

⁷⁶ Cfr. De Carlos, L., *La intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAS de exclusión. Comentario de la sentencia del tribunal supremo de 23 de mayo de 2005*, p. 29

⁷⁷ Cfr. Sentencia de la Audiencia Nacional de 27 de diciembre de 2013, recurso nº 87/2012. p.p. 9-11

⁷⁸ En este sentido la STS de 23 de mayo de 2005 recoge aquellos criterios que se deben cumplir para autorizar el acuerdo: “*la ratio de la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que, con el objeto de asegurar la solvencia, transparencia y seguridad jurídica de la negociación bursátil, pretende salvaguardar entre otros intereses a) que todos los tenedores de títulos de la sociedad afectada que se encuentren en situaciones idénticas reciban el mismo trato; b) que los destinatarios de la oferta dispongan de tiempo e información suficiente para poder tomar una decisión con respecto a ella con pleno conocimiento de causa; c) que el órgano de administración o de dirección de la sociedad afectada obre en interés de todos los accionistas y no pueda obstaculizar el buen desarrollo de la oferta; d) que no se creen falsos mercados de títulos de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad implicada en la oferta; y e) que la sociedad afectada no vea sus actividades obstaculizadas por el hecho de que sus títulos sean objeto de una oferta durante más tiempo de lo razonable, según se expresa en los principios informadores del Derecho Comunitario*” .

⁷⁹ Cfr. De Carlos, L. *Op. Cit.* p. 30

relativo a la capacidad de modificar dicho precio por parte de la misma. Es decir, el precio final de la OPA es el determinado por el órgano de administración a raíz del informe de valoración, y dicho precio es el que debe ser revisado y autorizado por la CNMV, no teniendo en ningún caso la capacidad de alterar el precio de la OPA.

7. LAS DISCREPANCIAS SOBRE LA DETERMINACIÓN DEL PRECIO. ANÁLISIS JURISPRUDENCIAL.

Los distintos métodos utilizados para atacar por parte de un interesado o perjudicado las decisiones relativas a las OPAS de exclusión y OPAS con exclusión subsiguiente que sean contrarias a sus intereses son: mediante la impugnación de acuerdos sociales de la Junta General de Accionistas (art. 204 LSC) en el que se acuerda la exclusión de la cotización, mediante la exigencia de responsabilidad a los administradores, en vía contencioso-administrativa o bien, excepcionalmente, por la vía penal. No obstante, la jurisprudencia en materia de OPAS de exclusión u operaciones similares no es muy extensa y a pesar de las distintas vías que tienen los perjudicados para atacar estas operaciones solo nos centraremos en los recursos contencioso-administrativos más recientes pues, ya que el trabajo estudia los criterios y procedimientos establecidos para determinar el precio, resulta lógico que nos centremos en la doctrina judicial que conoce los conflictos derivados de la justificación del precio y la actuación de la CNMV.

Podemos agrupar los conflictos resueltos en vía contencioso-administrativa en tres aspectos: La actuación de la CNMV a la hora de autorizar la oferta, las discrepancias en el precio ofrecido y los posibles conflictos de intereses del experto independiente.

Antes de continuar, y como ya hemos comentado previamente, la OPA de exclusión debe ser aprobada por la Junta General de Accionistas de la sociedad que excluye los valores de la cotización. También hemos indicado el especial perjuicio que pueden suponer este tipo de OPAS para los accionistas minoritarios. A diferencia de las OPAS ordinarias donde los accionistas tienen opción de aceptar, o no, la Oferta, en las OPAS de exclusión, al ir encaminada la oferta a la totalidad de los valores de la sociedad, los minoritarios se ven especialmente perjudicados porque a pesar de seguir existiendo la opción de continuar siendo accionistas de la sociedad las acciones de esta dejan de cotizar lo cual

implicaría ser socios de una sociedad cerrada, dando lugar a una drástica pérdida de liquidez de las acciones⁸⁰.

En este sentido, hemos de remitirnos a la STS de 23 de mayo de 2005, que establece la doctrina judicial en la que se basa la legitimación activa de los accionistas minoritarios para poder actuar como parte en un procedimiento administrativo y contencioso-administrativo que tenga como objeto una oferta de exclusión de la sociedad de la que es accionista el minoritario. Así lo recoge la sentencia al decir: *“debe reconocerse, (...), el derecho de los detentadores de títulos afectados por la Oferta de adquisición de acciones para el supuesto de exclusión a formular alegaciones, según se deduce de una interpretación lógica, sistemática e integradora de lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores, que justifica la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para evitar que se lesionen los legítimos intereses de los titulares de acciones, con el referido Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, que requiere la posibilidad de oír a aquéllos titulares de valores que se consideren perjudicados, a la luz de lo dispuesto en el artículo 105 c) de la Constitución, que consagra el principio de audiencia del interesado en el procedimiento administrativo, limitándose a los supuestos en que proceda, según dictamine la Ley”*. Es decir, no solo corresponde a la CNMV como órgano encargado de revisar y autorizar la oferta y el precio, la protección de los minoritarios, sino que estos mismos pueden actuar en defensa de sus legítimos intereses ante los tribunales.⁸¹

En relación con los conflictos derivados de la actuación de la CNMV al autorizar la OPA nos remitimos a lo expuesto en el apartado 6 sobre la función de revisión formal de dicho organismo.

⁸⁰ Cfr. De Carlos, L. *Op. Cit.* p. 33

⁸¹ EL derecho de los accionistas minoritarios no se reduce a defender sus intereses ante los tribunales, también se reconoce en esta Sentencia su derecho a participar en el procedimiento de autorización de las OPAS: *Este pronunciamiento, que reconoce el derecho de los interesados a participar en el procedimiento autorizador de las ofertas de adquisición de acciones, en caso de exclusión de la negociación, aún limitado, en razón de las características del procedimiento, se infiere del derecho de protección jurídica que se garantiza como derecho fundamental en las cláusulas del derecho a la tutela judicial efectiva que consagra el artículo 24 de la Constitución, que se expande en las relaciones entre los ciudadanos y la Administración, de conformidad con las cláusulas constitucionales contenidas en los artículos 1 y 103 de la Constitución, que enuncia el principio de vinculación de la Administración a las reglas ordinamentales del Estado de Derecho.*

7.1 Conflictos relacionados con el precio y su justificación

En muchas ocasiones la regla final del art. 10.5 da lugar a desencuentros sobre la contraprestación ofrecida. Generalmente, las discrepancias sobre la valoración no se deben al uso de un método u otro sino a la forma que tiene el experto de desarrollar dicho método, es decir, los criterios que tiene en cuenta o no para llevar a cabo la valoración. Por otro lado, en menor medida, existen discrepancias sobre la adecuación de un método para valorar distinto del utilizado por parte del experto. Una de las razones por el que las discrepancias sobre la técnica de valoración usada no es un principal motivo de conflicto, se puede deber a la preminencia del uso del DCF como método de valoración, que se suele considerar el método mas adecuado para valorar en este tipo de OPAS y así lo reconoce la doctrina judicial⁸².

Las discrepancias sobre los criterios y supuestos tenidos en cuenta a la hora de aplicar los métodos suponen el principal motivo de conflicto que se da en nuestro ordenamiento jurídico. Como hemos visto, la CNMV se basa en los informes de valoración para autorizar la oferta, por lo que dichos informes deben ajustarse a lo dispuesto en la norma reglamentaria. Es decir, debe comprobar que se usan todos los métodos recogidos en los arts. 9 y 10 del Real Decreto de OPAS de forma correcta. Habiéndose realizado esto, la CNMV no debe actuar en ningún caso como un ente de valoración que determine el precio de la compañía a valorar, solo interviniendo como mecanismo de control de la correcta aplicación de dichas técnicas⁸³. Es decir, en aquellos casos donde se alegue que el experto independiente no ha tenido en cuenta alguna circunstancia al llevar a cabo la valoración y esta se impugne, el tribunal estudiará la corrección de la actuación de la CNMV analizando si esta comprobó la adecuación del método usado viendo si procedía incluir los criterios alegados o no.

Por otro lado, en los casos donde se reclame que el método usado no era el adecuado se deberá estar a lo mismo, a la comprobación del correcto uso de los criterios reglamentarios. No obstante, como indicamos antes, generalmente el precio considerado

⁸² *Vid.* Sentencia de la Audiencia Nacional de 7 de junio de 2006, nº64/04, p.p.7-10.

⁸³ *Vid.* Sentencia de la Audiencia Nacional de 29 de junio de 2009, nº 208/7, p.p 8-10.

adecuado es aquel que se deriva del método de valoración que otorgue un mayor valor de la compañía (normalmente el DCF). La jurisprudencia en materia de OPAS de exclusión no es muy extensa, y este supuesto de discrepancias entre el uso de un método u otro solo se ha tratado en tres ocasiones en los últimos 20 años. De estos tres casos, en dos de ellos el tribunal estimó el valor más alto como el adecuado⁸⁴, mientras que en el otro el precio mas alto no fue el usado.⁸⁵

Resulta de especial relevancia la sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2019, la cual estima un recurso contencioso-administrativo presentado por un accionista de la sociedad CEMENTOS PORTLAND, en el que reclamaba la inadecuada determinación del precio y solicitaba la consecuente impugnación del acuerdo autorizador de la CMNV de la OPA.

En particular el tribunal afirma que la actuación de la CNMV que confirma un precio por acción determinado por el método de flujos de caja no es adecuada. La audiencia califica el DCF como un método residual de valoración, estableciendo que debería haber sido utilizado el VTC para determinar el precio pues este ha sido *“utilizado otras veces y siempre considerado adecuado por la CNMV”*. Resulta sorprendente la decisión del tribunal pues como hemos visto en los Anexos IV, V y VI el VTC solo ha sido considerado adecuado para determinar el precio una vez en los últimos diez años, y el DCF ha sido considerado adecuado numerosas veces e incluso en OPAS anteriores que se regían por lo establecido en el Real Decreto 1197/1991, que no mencionaba este método en su art. 7⁸⁶. Esta sentencia se aleja de la línea jurisprudencial marcada por la STS de 23 de mayo de 2005 y cuestiona además la actuación de la CNMV por no justificar

⁸⁴ Vid. Sentencia de la Audiencia Nacional de 1 de octubre de 2003, nº 150/00, p.p 5-7 y Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2019, nº 143/2017, p.p. 8-9.

⁸⁵ Esto ocurrió en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 7 de junio de 2006, nº 64/07, donde se elige al DCF sobre el VTC por ser más adecuado pese a dar un valor inferior.

⁸⁶ La STS 23 de mayo de 2005 reconoce que el DCF puede ser un método adecuado para valorar empresas *“Resulta evidente que la Sala de instancia no ha considerado exclusivamente los criterios de valoración del Real Decreto 1197/1991, lo que sería contrario a la literalidad de la disposición: –la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá tener en cuenta «al menos» los siguientes criterios–. Se declara en la sentencia recurrida que el precio de la acción determinado en la resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 16 de diciembre de 1998, es conforme a Derecho cuando incluye como un quinto criterio de valoración precisamente el precio medio obtenido por AB Asesores Bursátiles Bolsa, S.V.B., SA de 3.750 pesetas, que se deduce del Informe, y al que se le asigna una ponderación del 30%, y atiende a un sexto criterio estimativo referente al valor actual de los flujos de caja esperados (3034 pesetas) al que otorga un valor de ponderación del 20%”*

el criterio de valoración utilizado, cuestión que conforme a la doctrina existente no debería llevar a cabo, tan solo comprobar su adecuación al Real Decreto.

La decisión del Tribunal nos lleva a pensar que la evaluación conjunta de los métodos de valoración que indica el art. 10.6 del Real Decreto de OPAS sea una pauta obviada por tribunales y expertos encargados de la valoración, que en la mayoría de los casos tienden siempre a optar por aquel método que ofrezca el precio más alto. No obstante, la crítica que realiza la sentencia de la Audiencia de 5 de abril de 2019 respecto de la justificación de la CNMV, y que se podría ampliar al informe del experto independiente, nos parece correcta. Decimos esto pues es habitual que la justificación de la elección entre un método u otro en los informes de valoración resulte escueta, dando mayor importancia a unos frente a otros y se deseche la adecuación de un método con una sumaria justificación.

7.2 Conflictos de interés del experto independiente

Para terminar, debemos destacar la existencia de posibles conflictos de interés a la hora de llevar a cabo la valoración en el correspondiente informe. Como sabemos es el órgano de administración el que debe desarrollar este documento, pero en general, se sirve de un experto independiente que desarrolla a su vez su propia valoración. Es este último aspecto aquel que ha sido tratado en dos ocasiones por nuestros tribunales, en dos sentencias de la Audiencia Nacional, una de junio de 2009 y la otra de abril de 2019 que acabamos de comentar.

En esta última sentencia se aprecia la existencia de un conflicto de interés entre el experto independiente (BANCO SANTANDER) que elabora el informe de valoración y el ofertante (FCC). El tribunal alega dicho conflicto indicando que *“Banco Santander es al Agente Global de la financiación de FCC, avalista de la OPA sobre FCC y asume la función de intermediario y liquidador de la OPA sobre CPV, siendo así que el Banco Santander es razonable que tuviera especial interés en que el periodo de la OPA fuera lo más bajo posible, de modo que FCC necesitaría disponer de un menor volumen de recursos presentados, facilitando el cumplimiento de la refinanciación de la deuda.”*

Por otro lado, en la Sentencia de la Audiencia Nacional de 29 de junio de 2009, posteriormente ratificada por la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de marzo de 2013,

se alega la existencia de un conflicto de interés por ser el experto independiente que realizó en informe de valoración asesor y financiador de la oferente. En la Sentencia, se explica la doctrina de las “murallas chinas”, que actualmente recoge el art. 229 del TRLMV, el cual regula la obligación de las entidades que presten servicios de inversión en relación con la información privilegiada. En palabras de la Audiencia nacional *“tiene la finalidad de evitar que la información circule entre las distintas áreas de negocio de las entidades financieras, a fin de impedir que cuando unas y otras áreas de negocio puedan entrar en conflicto de interés utilicen la información que la entidad ha adquirido para otros fines”*. Lo que recoge este artículo, y así lo confirma el tribunal, es la necesidad de que este tipo de entidades tomen las medidas necesarias para que dichas entidades no usen la información privilegiada en su toma de decisiones, *“separando las distintas actividades y bloqueando el tránsito de información de manera que las distintas áreas afectadas por el conflicto funcionen como si se tratase de entidades independientes”*.

En este sentido, dictamina la Audiencia y posteriormente lo ratifica el Alto Tribunal, que el hecho de que uno de los departamentos del experto independiente preste servicios de inversión a el oferente de la oferta, no implica obligatoriamente la falta de independencia de este.

Sin embargo, la Audiencia Nacional en su Sentencia de 5 de abril de 2019, cambia drásticamente con esta argumentación diciendo que *“Negar ese conflicto de interés aduciendo la existencia de departamentos o divisiones distintas en la organización de la gran entidad y que funcionan de modo autónomo (sistema conocido con "murallas chinas", porque en teoría un departamento del banco no tiene contacto con otro para evitarnos conflictos de intereses), negar que la misma persona jurídica que conoce de todos los datos y tiene un interés que pudiera afectar al hecho de informar de una determinada manera y poner precio a las cosas (las acciones), es negar la evidencia. La información privilegiada no dejará de poder circular por las diferentes secciones que constituyen un negocio financiero o de asesoramiento económico o jurídico.”*. Rompe claramente con la doctrina de las “murallas chinas” y justifica que la Ley del Mercado de Valores permite la prestación de servicios cuando no existe conflicto de intereses *“discutibles”*, pero de existir se debe *“invalidar, por falta de objetividad y equidad y por*

no haberse actuado bajo el principio de protección al accionista minoritario, aquella actuación viciada”. Como ocurrió en ese caso.

El conflicto de intereses del experto independiente que realiza el informe de valoración en las OPAS por exclusión es una cuestión de mucha importancia porque en la práctica estos informes son realizados por empresas que no se dedican solamente a la auditoría y valoración de empresas, sino que prestan otros servicios (normalmente de inversión) y generalmente a aquellas sociedades que posteriormente valoran. Por ello, esta nueva aproximación por parte de la Audiencia Nacional puede implicar un gran impacto en la valoración de compañías en las OPAS e implicar una mayor transparencia al respecto.

8. CONCLUSIONES

1. La OPA de exclusión es el mecanismo que establece nuestro ordenamiento jurídico para la protección de los accionistas ante la exclusión de cotización de sus acciones. Su régimen jurídico tiene por principal finalidad garantizar un precio justo y equitativo que compense a los accionistas frente a la pérdida de liquidez de los valores. Además, la regulación prevé alternativas como la OPA con exclusión subsiguiente. Estas operaciones suponen el 64,15% de la totalidad de las OPAS llevadas a cabo en España entre los años 2009 y 2018.
2. Uno de los requisitos básicos para alcanzar un Mercado Único europeo era la aprobación de la armonización de la normativa de OPAS que estableciera un campo de juego común. Alcanzar este objetivo no fue tarea fácil. Después de veinte años y tres propuestas de directivas fallidas, se alcanzó, finalmente, un acuerdo que permitió la aprobación de la Directiva de OPAS en 2004.
3. La transposición de la Directiva al derecho español mediante la modificación de la Ley del Mercado de Valores y la aprobación del Real Decreto de OPAS transformó sustancialmente el régimen jurídico aplicable a las OPAS en España. Introdujo nuevos umbrales para la toma de control, la regulación del precio equitativo, la reformulación del deber de pasividad de los administradores y de las medidas de neutralización y una nueva regulación del régimen de compras y ventas forzosas y de OPAS competidoras. Se pasó de un sistema de OPA *a priori* por uno *a posteriori*

y de OPA parcial a total, que otorga mayor protección a los accionistas. Además, la introducción del precio equitativo encareció la toma de control de las sociedades cotizadas y contribuyó a la reducción del número de OPAS en España.

4. El nuevo régimen jurídico autoriza no solo a la propia sociedad sino incluso a terceros ajenos, a formular OPAS de exclusión. Además, se prevén normativamente, distintas alternativas a este tipo de OPAS, que se consideran suficientemente protectoras de los accionistas de la sociedad excluida. También, se introducen nuevos criterios de valoración y de prestación de garantías, y un mayor control de todo el proceso por parte de la CNMV.
5. Los mecanismos principales de protección de los minoritarios son dos: el precio y la contraprestación en dinero. Sin embargo, no juegan de la misma forma en todos los supuestos de exclusión.
6. En relación con el precio, es necesario diferenciar el precio equitativo y el que sirve para formular una OPA de exclusión. En el primer caso, se trata del precio más elevado que el oferente o personas concertadas con él, haya pagado por los mismos valores en los 12 meses previos al anuncio de la oferta. El precio de la OPA de exclusión es el determinado a partir de la consideración conjunta de distintos sistemas de valoración, con el mínimo del precio equitativo.
7. La exclusión de cotización puede llevarse a cabo, como antes se ha señalado, mediante la formulación de una OPA de exclusión o mediante instrumentos alternativos. Así, la OPA con exclusión subsiguiente es una de ellas. Su régimen jurídico no aporta, sin embargo, la misma protección a los accionistas minoritarios: en primer lugar, por no cumplir con el requisito recogido en el art. 10 que establece que contraprestación se debe llevar a cabo en dinero, pues, aunque a opción del accionista, permiten la contraprestación en acciones o en dinero y no requieren, en todos los casos, la necesidad de justificar el precio de conformidad con los instrumentos de valoración previstos en el art. 10.5 del Reglamento de OPAS.
8. En la OPA de exclusión, el órgano de administración de la entidad afectada debe elaborar un informe sobre la propuesta y el precio, al que, en la práctica, bien por

indicación de la CNMV o por decisión del propio consejo que decide solicitarlo, se acompaña un informe elaborado por un experto independiente sobre la valoración de la compañía y el precio ofrecido.

9. De los diversos métodos de valoración recogidos en el art. 10.5 del Real Decreto de OPAS, los que más se usan en la práctica, son los métodos dinámicos de valoración: DCF y NAV. Tienden a considerarse más adecuados que los métodos estáticos porque permiten estimar de manera objetiva y razonable las proyecciones de los próximos años de las compañías y considerar, también, las condiciones específicas de la compañía y del mercado. De los métodos estáticos, el VTC y el Valor Liquidativo se suelen considerar no adecuados por no reflejar adecuadamente el valor de las acciones del emisor para los accionistas, mientras que el de valoración por múltiplos y el de cotización media ponderada de los últimos seis meses (o tres meses), se aplican como métodos de contraste.
10. A pesar de lo anterior, el análisis de estas conclusiones debe tener en cuenta que en el 86% de los casos el método de valoración seleccionado como más adecuado fue el que dio como resultado el precio más alto. Tampoco este criterio “práctico” ha sido ignorado por la doctrina judicial.
11. Respecto a la actuación de la CNMV en la autorización de este tipo de OPAS, tiene la facultad de la revisión formal del procedimiento supervisando y autorizando la OPA de forma motivada y justificada tras haber comprobado el cumplimiento de los requisitos establecidos reglamentariamente para la determinación del precio. La autorización de la CNMV no entra, ni debe entrar, a valorar la adecuación de dichos métodos ni del precio, tan solo que se hayan aplicado de forma correcta. En el precio de exclusión, a diferencia de en el precio equitativo, la CNMV no tiene la facultad de ajustar el precio establecido, solo de aprobarlo una vez haya comprobado que se ha determinado conforme a los requisitos establecidos reglamentariamente.
12. La jurisprudencia contencioso-administrativa reconoce y limita la función de la CNMV a la revisión formal del procedimiento y del precio. Reconoce, además, la legitimación activa de los accionistas minoritarios a formular alegaciones en el procedimiento contencioso-administrativo en defensa de sus legítimos intereses en

relación con la determinación del precio. En sus sentencias, se aceptan, con carácter general, los métodos dinámicos como técnicas más adecuadas de valoración. La única y reciente excepción es la de la Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2019 que considera más adecuado el VTC. Con independencia de otras consideraciones, no deja de ser significativo que, en este caso, el precio más alto era, precisamente el contable. Esta tendencia encierra incertidumbres en momentos en los que el precio de mercado de muchas de las empresas cotizadas en el mercado español está por debajo de su VTC.

13. Los conflictos de intereses han sido otro de los aspectos analizados por los jueces. En efecto, en muchos casos, los valoradores prestan a las compañías otros servicios. El sistema de las “murallas chinas”, que presumía la independencia entre departamentos de estas empresas, ha sido puesto en cuestión por la más reciente doctrina judicial, como también, la del consejo que administra una sociedad controlada por un grupo de accionistas mayoritarios que, normalmente, están detrás de la decisión de excluir y que no venden sus acciones en la OPA de exclusión.

9. BIBLIOGRAFÍA

LEGISLACIÓN

Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

JURISPRUDENCIA

Sentencia de la Audiencia Nacional de 1 de octubre de 2003, nº 150/00.

Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo 2005, nº 2414/2002.

Sentencia de la Audiencia Nacional de 7 de junio de 2006, nº64/04.

Sentencia de la Audiencia Nacional de 29 de junio de 2009, nº 208/7.

Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2019, nº 143/2017.

OBRAS DOCTRINALES

Alonso Sebastián, R., Villa Pérez, A., *Valoración de empresas: Teoría y casos prácticos. Aplicaciones al sector agroalimentario*, Ediciones Mundi-Prensa, 2007.

Aparicio Roqueiro, C, “*Regulación de las OPAS: Teoría económica, regulación europea y ofertas sobre las empresas españolas*”, 2007.

Carretero, E. “El precio equitativo en la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores” *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N. 17, Sección Análisis, 2015, Editorial LA LEY.

COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar, Bruselas, 21 de mayo de 2003.

De Cárdenas Smith, C. *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Editorial Civitas, Madrid, 1993.

De Carlos, L., *La intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAS de exclusión. Comentario de la sentencia del tribunal supremo de 23 de mayo de 2005*.

Documento de Trabajo sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición (OPAS) publicado el 7 de marzo de 2003, disponible en <https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/itre/20030423/489309ES.pdf>, última consulta el 29 de marzo de 2020.

Ewens, M. y Farre-Mensa, J, “*The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs*”, *Review of Financial Studies* Forthcoming, de 7 de febrero de 2020, disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3017610 , última consulta el 11 de abril de 2020.

Fernández, P. *Métodos de Valoración de Empresas*, Documento de investigación, DI-771 IESE Business School.

García de Enterría, J. “*La OPA obligatoria*”, Editorial Civitas, Madrid, 1996.

Garrido, José María, Jorge Miquel Rodríguez, Carlos Górriz López. *La internacionalización del derecho de sociedades*. Editorial Atelier, 2010.

Hewitt, P., *Implementation of the European Directive on Takeover Bids – A Consultative Document*, Editorial DTI, 2005.

Juste Mencía, J. Recalde Castells, A., *Derecho de OPAS, Estudio Sistemático del régimen de Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*, Editorial Tirant, Valencia, 2010.

Lara, R., en Rojo, A., y Beltrán, E., (Coord.), de la obra *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital. Tomo I y II*, Editorial Civitas, Madrid, 2011.

López Martínez, M., en García de Enterría, J, y Zurita y Sáenz de Navarrete, J. (Coord.), *La regulación de las OPAS (Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio)*, Editorial Civitas, Madrid, 2009.

Paredes, C., Pereda, J., Redonet, J, “Ofertas públicas de adquisición de valores (I) Takeover bids for securities” en Jordano, M., (coord.) de la obra, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, edición no 1, Editorial LA LEY, Madrid.

Pennington, R., “*Report on takeover and other bids*”. XI/56/74-E, 1974.

Sánchez Calero, F. *Ofertas Públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Editorial Civitas, Madrid, 2009.

Sánchez-Calero, J. “La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas”, *Documentos de Trabajo del departamento de Derecho Mercantil, n. 3*, 2006.

Vives, F., *Las Operaciones de “Public to Private” en el Derecho de OPAS español*, Editorial Thomson Civitas, Madrid, 2008.

Vives, F., *Ofertas Públicas de adquisición de valores: Elementos, procedimientos y desarrollo; Ofertas Competidoras en* Vives, F., y Pérez-Ardá, J., (Coord.), *La sociedad cotizada*, Editorial Marcial Pons, Madrid, 2006.

RECURSOS DE INTERNET

Alfaro Águila-Real, J., “*Los costes sociales de la decadencia de la sociedad cotizada*” disponible en <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2017/05/los-costes-sociales-de-la-decadencia-de.html>, última consulta el 11 de abril de 2020,

Página web de BME (Bolas y Mercados Españoles). Visitada el 6 de abril de 2020:
<http://www.bolsamadrid.es/esp/Warrants/Warrants.aspx>

INFORMACIÓN OBTENIDA DE LOS FOLLETOS DE OPAS:

OPA AGUAS DE BARCELONA: Folleto Informativo de la Oferta pública de adquisición de acciones de SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA, S.A. sobre sus propias acciones para la exclusión de negociación de las bolsas de valores de Barcelona, Madrid y Bilbao, Barcelona, abril 2010.

OPA CAMPOFRÍO: Folleto Informativo de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones de CAMPOFRÍO FOOD GROUP, S.A. formulada conjuntamente por SIGMA ALIMENTOS, S.A. DE C.V. Y WH GROUP LIMITED.

OPA FUNESPAÑA: Folleto explicativo de la OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES DE FUNESPAÑA, S.A. formulada por MAPFRE ESPAÑA, COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A. por exclusión de negociación, Madrid, octubre 2018.

OPA INVERFIATC: Folleto informativo de la Oferta Pública de Adquisición de valores de INVERFIATC SA formulada por FIATC MUTUA DE SEGUROS Y REASEGUROS A PRIMA FIJA, Barcelona, julio 2016.

OPA METROVACESA: Folleto explicativo de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones de METROVACESA, S.A. formulada por BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. BANCO DE SABADELL, S.A. BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A. BANCO SANTANDER, S.A. por solicitud de exclusión de negociación, Madrid, abril 2013.

OPA SOTOGRANDE: Folleto Informativo de la Oferta pública de adquisición de acciones de SOTOGRANDE, S.A. para su exclusión de negociación de las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona formulada por SOTOGRANDE LUXCO S.À R.L. POR EXCLUSIÓN DE COTIZACIÓN, Madrid, noviembre 2017.

OPA TECNOCOM: Folleto Informativo de la Oferta Voluntaria de Adquisición de Acciones de TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGÍA, S.A. formulada por INDRA SISTEMAS, S.A.

10. ANEXOS

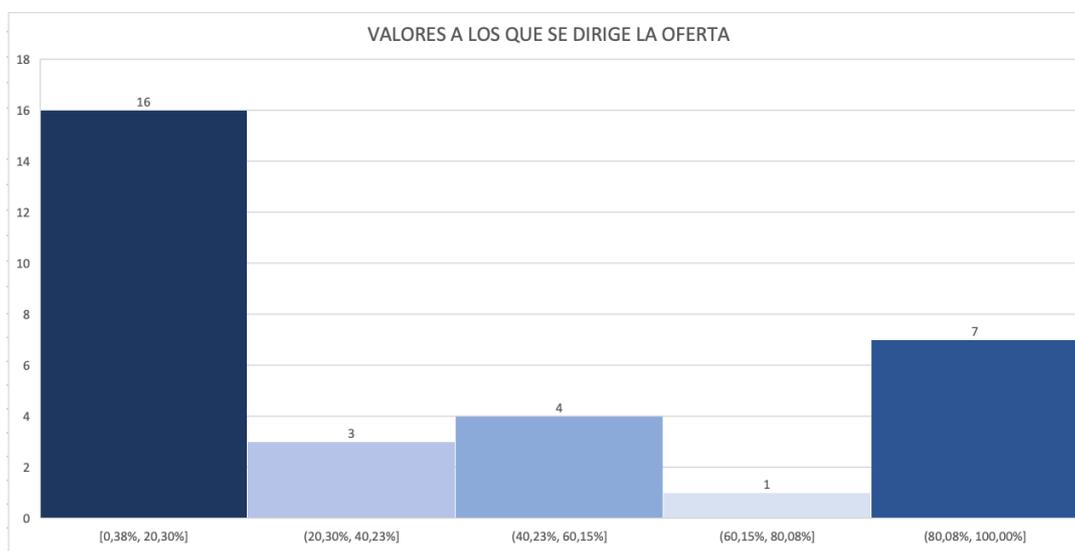
ANEXO I

AÑO	OPAS AUTORIZADAS		SOCIEDADES EXCLUIDAS DE LA NEGOCIACION MEDIANTE OPA	
	OPAS DE EXCLUSIÓN	OPAS CON EXCLUSIÓN SUBSIGUIENTE	OTROS MÉTODOS DEL ART 11 RD DE OPAS	
2018	6		5	
	2	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	0
		2	1	
2017	5		3	
	1	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	1
		1	0	
2016	5		2	
	0	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	1
		1	0	
2015	9		5	
	4	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	0
		1	0	
2014	7		5	
	4	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	0
		0	1	
2013	6		3	
	3	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	0
		0	0	
2012	3		2	
	1	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	0
		1	0	
2011	3		2	
	0	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	0
		2	0	
2010	4		2	
	2	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	0
		0	0	
2009	5		5	
	4	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	0
		1	0	
TOTAL	53		34	
	21	COMPRARENTAS FORZOSAS	MANTENIMIENTO DE ORDEN DE COMPRA	2
		9	2	

ANEXO II

SOCIEDADES AFECTADAS	VALORES A LOS QUE SE DIRIGE LA OPA	VALORES EN POSESIÓN DEL OFERENTE	VALORES INMOVILIZADOS
EUROPAC	100,00%	0,00%	0,00%
ABERTIS	100,00%	0,00%	0,00%
SAETA YIELD	100,00%	0,00%	0,00%
BANCO PASTOR	100,00%	0,00%	0,00%
JAZZTEL	100,00%	0,00%	0,00%
TECNOCOM	96,69%	3,31%	0,00%
COMPAÑÍA LOGÍSTICA HIDROCARBUROS	85,00%	12,00%	3,00%
AXIARE	71,21%	28,79%	0,00%
CEPSA	53,00%	47,00%	0,00%
GRUPO TAVEX	49,50%	0,00%	49,50%
ITINERE	44,26%	0,00%	55,74%
CORPORACIÓN DERMOESTÉTICA, S.A.	40,91%	0,00%	59,09%
SOCIEDAD ANONIMA DAMM	32,88%	0,67%	68,00%
AHORRO FAMILIAR	29,30%	70,70%	0,00%
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S.A.	20,57%	77,90%	1,00%
INVERFIATC SA	18,13%	78,77%	3,10%
CIA VINICOLA DEL NORTE	17,18%	0,00%	83,00%
HISPANIA	16,50%	0,00%	83,50%
CAMPOFRÍO	16,25%	46,70%	37,00%
SOCIEDAD DE AGUAS DE BARCELONA	10,00%	0,00%	90,00%
VUELING	9,49%	0,00%	90,50%
FEDERICO PATERNINA	8,95%	84,60%	6,40%
MECALUX	7,42%	0,00%	92,00%
INMOLEVANTE	5,44%	0,00%	94,00%
METROVACESA	4,40%	96,00%	0,00%
FUNESPAÑA	4,00%	96,00%	0,00%
BEFESA MEDIO AMBIENTE, S.A.	2,62%	97,38%	0,00%
CIA de Aigues de Sabadell (CASSA)	2,26%	77,71%	20,00%
RUSTICAS, S.A.	1,40%	0,00%	98,60%
SOTOGRADE	1,08%	0,00%	99,00%
TESTA INMUEBLES	0,38%	77,07%	22,61%

ANEXO III



ANEXO IV

SOCIEDAD AFECTADA	MÉTODOS DE VALORACIÓN										PRECIO MÁX AUTO**
	PRECIO DE LA OPA	VTC	VALOR LIQUIDATIVO	CONTRAPRESTACIÓN ANTERIOR	COTIZACIÓN MEDIA 6 MESES	DCF**	MULTIPLIOS	NAV			
EUROPAC	16,80 €	3,32	-	-	13,3	16,8	12,92	-	-	SI	
FUNESPAÑA	7,50 €	6,34	-	7,5	7,45	7,32-8,17	7,42	-	-	SI	
ABERTIS	18,36 €	3,94	-	-	16,64	17,6	8,99-14,04	-	-	SI	
AXIARE	18,36 €	-	-	-	15,89	-	-	-	15,32	NO	
SAETA YIELD	12,20 €	-	-	-	9,78-10,01	12,2	-	-	-	SI	
SOTOGRADE	3,08 €	1,04	-	-	2,99	3,51	0,24	0,24	2,66	NO	
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS	6,00 €	6,2	-	-	4,95	6	2,25	2,25	-	NO	
INVERFIATC	1,10 €	1,1	1,02	-	0,34	0,48	0,37	-	-	SI	
TESTA INMUEBLES	13,54 €	-	-	-	-	-	-	-	-	SI	
JAZZTEL	13,00 €	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
AHORRO FAMILIAR	24,63 €	17,77	-	-	6,34	25,38	20,32	24,9	-	SI	
BANCO PASTOR	CANJE	-	-	-	-	-	-	-	-	SI	
BEFESA MEDIO AMBIENTE	26,00 €	13,1	-	-	17,87	25,7	21	-	-	SI	
CAMPORRIO	6,90 €	6,02	-	6,85	5,25	6,85	5,38	-	-	SI	
CA. DE AGUES DE SABADELL (CASSA)	60,00 €	-	-	60	-	60	-	-	-	SI	
CA. VINICOLA DEL NORTE	16,99 €	9,11	-	16,98	-	16,23	16,34	-	-	SI	
CORPORACIÓN DERMOSTÉTICA	0,33 €	0,4	-	-	0,33	0,08	0,2	-	-	NO	
SOIEDAD ANONIMA DAMMI	5,70 €	2,76	-	-	4,37	5,7	4,76	-	-	SI	
FEDERICO PATERNINA	7,65 €	4,11	-	-	6,09	7,31	-4	-	-	SI	
GRUPO TAVEX	0,24 €	-0,07	-0,37	-	0,24	0,24	0,03	-	-	SI	
INMOLEVANTE	10,80 €	3,65	-	-	-	8,56	-	-	-	SI	
COMPAÑIA LOGÍSTICA HIDROCARBUROS	46,39 €	3,46	-	-	35,69	46,39	38	-	-	SI	
MECALUX	15,00 €	9,37	-	-	10,6	13,58	6,67	-	-	SI	
METROVACESA	2,28 €	1,61	-	-	0,71	-	-	-	2,28	SI	
RÚSTICAS	20,28 €	2,9	-	-	-	-	-	-	20,28	SI	
SOIEDAD DE AGUAS DE BARCELONA	20,00 €	13,43	-	-	17,79	20,51	16,78	-	-	SI	
VUELING	9,25 €	7,95	-	-	9,25	8,58-9,28	7,48	-	-	SI	
TECNOCOM	CANJE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
CEPSA	28,00 €	22,9	-	-	18,34	27,6	24,7	-	-	SI	
TTINERE	3,96	0,57	-	-	3,71	3,96	-	-	-	SI	
HISPANIA	17,45	14,13	14,28	-	15,76	-	15	15,25	-	SI	

*En ocasiones el DCF se recoge como un intervalo de valores, en esos casos hemos seleccionado el valor usado por el experto al considerar el DCF adecuado o el valor medio del intervalo.

**El precio pagado es el precio más alto determinado por los métodos de valoración.

ANEXO V

SOCIEDAD AFECTADA	MÉTODOS DE VALORACIÓN							
	VTC	VALOR LIQUIDATIVO	CONTRAPRESTACIÓN ANTERIOR	COTIZACIÓN MEDIA 6 MESES	DCF	MULTIPLIOS	NAV	
EUROPAC	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	CONTRASTE	ADECUADO	CONTRASTE	-	
FUNESPAÑA	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	CONTRASTE	ADECUADO	NO ADECUADO	-	
ABERTIS	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	CONTRASTE	ADECUADO	CONTRASTE	-	
AXIARE	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	ADECUADO*	-	NO ADECUADO	ADECUADO	
SAETA YIELD	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	-	ADECUADO	NO ADECUADO	-	
SOTOGRAÑDE	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	NO ADECUADO	NO ADECUADO	ADECUADO	
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	ADECUADO*	ADECUADO	NO ADECUADO	-	
INVERFIATCSA	ADECUADO	ADECUADO*	-	NO ADECUADO	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	
AHORRO FAMILIAR	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	CONTRASTE	ADECUADO*	
BEEFESA MEDIO AMBIENTE	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	CONTRASTE	-	
CAMPORRÍO	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	CONTRASTE	-	
CIA. DE AGUJES DE SABADELL (CASSA)	NO ADECUADO	NO ADECUADO	ADECUADO**	NO ADECUADO	ADECUADO**	NO ADECUADO	-	
CIA. VINÍCOLA DEL NORTE	NO ADECUADO	NO ADECUADO	ADECUADO	NO ADECUADO	NO ADECUADO	CONTRASTE	-	
CORPORACIÓN DERMOSTÉTICA	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	ADECUADO	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	
SOCIEDAD ANONIMA DAMMI	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	CONTRASTE	-	
FEDERICO PATERMINA	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	NO ADECUADO	-	
GRUPO TAVEX	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	ADECUADO*	ADECUADO	NO ADECUADO	-	
INMOLEVANTE	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	NO ADECUADO	-	
COMPAÑÍA LOGÍSTICA HIDROCARBUROS	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	CONTRASTE	-	
MECALUX	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	NO ADECUADO	-	
METROVACESA	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	
RÚSTICAS	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	-	-	-	ADECUADO	
SOCIEDAD DE AGUAS DE BARCELONA	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	CONTRASTE	-	
VUELING	NO ADECUADO	NO ADECUADO	ADECUADO	NO ADECUADO	NO ADECUADO	CONTRASTE	-	
CEPSA	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	CONTRASTE	-	
ITINERE	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	NO ADECUADO	ADECUADO	NO ADECUADO	-	
HISPANIA	NO ADECUADO	NO ADECUADO	-	ADECUADO*	-	NO ADECUADO	ADECUADO	
TOTAL ADECUADO	1	1	3	5	18	0	6	
TOTAL NO ADECUADO	26	26	-	17	5	15	0	
TOTAL CONTRASTE	0	0	0	3	0	11	0	

*El método de valoración se considera adecuado pero se utiliza otro también considerado adecuado para determinar el precio

** Indican el mismo valor

ANEXO VI

