



FACULTAD DE DERECHO

**Posibilidades de Defensa del Órgano de
Administración ante una Oferta Pública de
Adquisición de Acciones: Análisis Comparativo
con el Derecho Estadounidense**

Autor: Santiago González Juste

4º de E-1: Grado en Derecho y Diploma en Business Law

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Juan Francisco Falcón Ravelo

Madrid

Abril 2019

Resumen:

Este trabajo tiene como objetivo realizar un análisis comparativo del tratamiento dado en los sistemas español y estadounidense a las posibilidades de defensa del órgano de administración de una sociedad ante una oferta pública de adquisición de acciones u otros valores. Asimismo, se estudia una posible ampliación de las facultades de defensa de los administradores en las sociedades españolas según lo observado en el sistema estadounidense.

Para realizar este análisis, en primer lugar se revisa el régimen existente de las posibilidades de defensa en las sociedades españolas, teniendo en cuenta tanto la regulación aplicable (incluyendo la directiva europea sobre ofertas públicas de adquisición) como la realidad práctica. A continuación, se examinan las posibilidades de defensa concedidas a los administradores en el sistema estadounidense, con especial atención a la jurisprudencia existente sobre el asunto. Finalmente, tras comparar ambos sistemas jurídicos, se estudian distintos modos posibles de ampliar las posibilidades de defensa de los administradores en el ordenamiento español.

En conclusión, mediante el presente trabajo se busca, a través de un análisis comparativo, resaltar las ventajas (y desventajas) del sistema estadounidense para terminar formulando algunas propuestas concretas sobre la ampliación de las posibilidades de defensa en el ordenamiento español y su posible encaje en la regulación actual.

Palabras clave: Oferta pública de adquisición, posibilidades de defensa, órgano de administración, OPA hostil, análisis comparativo, España, Estados Unidos.

Abstract:

The objective of this work is to carry out a comparative analysis of the treatment given in the Spanish and American legal systems to the possibilities of defense of the board of directors of a corporation in the event of a takeover bid. Likewise, we take a look at a possible extension of the possibilities of defense of directors in Spanish corporations according to what has been observed in the US system.

In order to carry out this analysis, we first study the existing system of defense possibilities in Spanish corporations, taking into account both the applicable regulation (including the European directive on takeover bids) and the actual practice. The possibilities of defense granted to directors in the US system are then examined, with special attention to the existing case law on the subject. Finally, after comparing the two legal systems, different possible ways of extending the defense possibilities of directors in the Spanish legal system are reviewed.

In conclusion, this dissertation seeks, through a comparative analysis, to emphasize the advantages (and disadvantages) of the U.S. system in order to end up formulating several specific proposals on the extension of the possibilities of defense in the Spanish system and its possible fit into the current regulation.

Key words: Tender offer, takeover defense, board of directors, hostile takeover, comparative analysis, Spain, United States.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

Listado de Abreviaturas.....	5
1. Introducción.....	6
2. Concepto y Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones.....	8
2.1. Definición.....	8
2.2. La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004.....	8
2.3. Régimen Legal en España: Ley del Mercado de Valores y Real Decreto 1066/2007.....	10
2.4. Clases de Ofertas Públicas de Adquisición.....	12
3. Posibilidades de Defensa de una Sociedad frente a una Oferta Pública de Adquisición de Acciones en España.....	14
3.1. Análisis de los Artículos 28 y 29 del Real Decreto 1066/2007.....	14
3.2. Realidad Práctica de las Defensas frente a Ofertas Públicas de Adquisición en España.....	20
4. Posibilidades de Defensa de una Sociedad frente a una Oferta Pública de Adquisición de Acciones en Estados Unidos.....	23
4.1. Legislación Básica de las Ofertas Públicas de Adquisición en Estados Unidos....	23
4.2. Actuación de los Administradores de Sociedades que enfrentan OPAs hostiles: límites a las medidas de defensa.....	24
4.3. Efectividad de las Medidas Defensivas en el Derecho Estadounidense.....	28
5. Análisis Comparativo entre ambos Sistemas Jurídicos.....	31
5.1. Posible Ampliación de las Posibilidades de Defensa en la Regulación Española...35	
6. Conclusiones	38
Bibliografía	40

LISTADO DE ABREVIATURAS

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

DIA: Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.

LSC: Ley de Sociedades de Capital

OPA: Oferta Pública de Adquisición de Acciones u Otros Valores

RD: Real Decreto

1. INTRODUCCIÓN

Una oferta pública de adquisición de acciones u otros valores (en adelante, OPA) es una proposición realizada por una persona, física o jurídica, a los accionistas de una sociedad cotizada en bolsa por sus acciones a cambio de un precio, con el fin de adquirir el control de dicha sociedad. Las OPAs suelen estar sujetas a la aceptación de la misma por un mínimo número de accionistas durante un plazo establecido, así como a otro tipo de condiciones como tomar el control de los órganos administrativos o aprobar aumentos de capital en la sociedad.

Debido al impacto en el mercado de valores y en la economía en general de una oferta pública de adquisición -por cuanto su formulación puede afectar a la competencia en un sector determinado o provocar que una empresa deje de cotizar en bolsa-, existe una regulación detallada e ineludible sobre el procedimiento a seguir para llevar a cabo una OPA, controlando tanto las actuaciones de la sociedad oferente como las de la sociedad que se pretende adquirir.

Esta regulación tiende tanto a facilitar la propuesta de una OPA sin tener que hacer frente a trabas de los órganos administrativos de la sociedad que se pretende adquirir, como a proteger los intereses de los accionistas minoritarios que se ven afectados por la operación, exigiendo al oferente hacer una oferta igual a todos los accionistas.

Con el propósito de comulgar ambos objetivos -no entorpecer la oferta de adquisición y la protección de los accionistas-, la legislación española (así como la europea posteriormente) ha optado desde que comenzó a regular las OPAs a dejar prácticamente sin ningún tipo de facultad protectora a los órganos administrativos de las sociedades que se pretenden adquirir, quedando así indefensos ante una OPA hostil o perjudicial para los intereses de la sociedad.

Mientras tanto, la regulación de las ofertas públicas de adquisición en Estados Unidos sí concede a los órganos administrativos de las sociedades afectadas ciertas facultades con el propósito de eludir la consecución de OPAs que consideran no beneficiosas para el interés social. De esta manera, tanto la legislación estadounidense como principalmente el “case law” han ido delimitando a lo largo de los años las posibilidades de defensa que tienen estos órganos al enfrentarse a una OPA hostil, teniendo siempre en cuenta el objetivo último de la protección e interés de los accionistas, así como el evitar conflictos de interés en los que puedan caer los miembros de los órganos de administración.

El objetivo de este trabajo es realizar una comparación entre la regulación de las posibilidades de defensa de las ofertas públicas de adquisición en España y Estados Unidos, analizando tanto

la legislación de ambos países como algunos de los casos más relevantes en la materia. A partir de ahí, se intentará realizar un análisis de las principales ventajas e inconvenientes de ambos sistemas, para por fin estudiar un posible encaje de las medidas más beneficiosas de la regulación estadounidense en la práctica nacional.

Para ello, se realizará para comenzar una breve introducción de las ofertas públicas de adquisición en España, con especial atención en la regulación de las mismas y en las distintas clases existentes. Más adelante, se estudiarán las posibilidades de defensa de una sociedad ante una OPA que otorga la legislación nacional, así como las específicas medidas que han intentado adoptar sociedades enfrentando OPAs en casos reales. A continuación, nos centraremos en la regulación estadounidense de las medidas defensivas ante ofertas públicas de adquisición, realizando un breve análisis tanto de la legislación dominante como de la jurisprudencia relevante. Por último, se hará un análisis comparado del tratamiento de las medidas defensivas en ambos países, prestando particular atención a aquellas medidas que puedan resultar más beneficiosas para proteger los intereses de la sociedad y los accionistas.

2. CONCEPTO Y REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADOUSIACIÓN DE ACCIONES

2.1. Definición:

La oferta pública de adquisición de acciones u otros valores es un procedimiento legalmente regulado por el cual una persona -física o jurídica- intenta hacerse con el control de una sociedad cotizada en bolsa mediante la compra de acciones a los propietarios de las mismas a cambio de un precio. Esta operación ha de ir destinada siempre a la totalidad de accionistas, y suele estar sujeta al cumplimiento de condiciones como la aceptación de la oferta por un mínimo de accionistas o la garantía de la efectiva toma de control de la sociedad por el oferente.

2.2. La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004:

Para comenzar a estudiar la regulación legal de las ofertas públicas de adquisición en España es indispensable referirse a la Directiva 2004/25, mediante la cual el Parlamento Europeo y el Consejo sentaron las bases para armonizar la regulación de este procedimiento legal en el marco común.

La adopción de la directiva por los organismos europeos responde a la necesidad de coordinar en los distintos países miembros unas garantías que aseguren la protección tanto de accionistas como terceros en los procedimientos de ofertas públicas de adquisición¹.

El artículo dos de la mencionada directiva define la oferta pública de adquisición como una *“oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional”*.

¹ Unión Europea. Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, p. L142/12.

En cuanto al ámbito de aplicación de la directiva, se establece que ésta afectará a todas las sociedades de los Estados miembros cuyos valores (aunque sea una parte de ellos) estén admitidos a negociación en el mercado regulado².

A pesar de que la intención inicial del Parlamento Europeo y del Consejo era crear una regulación mínima igual para todos los Estados miembros en el ámbito de las ofertas públicas de adquisición, finalmente la directiva se limitó principalmente a fijar unos objetivos a seguir por los Estados, dejando a los mismos una amplia discreción para su aplicación³.

Respecto a las posibilidades de defensa de los órganos de administración que enfrentan una OPA, la directiva establece que los Estados velarán por la implementación de normas que impidan *cualquier* actuación de aquellos que pueda entorpecer la oferta. Solamente podrán los administradores tomar medidas defensivas con la previa autorización de la junta general, sin perjuicio de la búsqueda de ofertas competidores más favorables⁴.

Por otra parte, la directiva exige al órgano de administración la elaboración de un dictamen motivado sobre la oferta pública de adquisición, debiendo estudiar los efectos de la misma sobre los intereses de la sociedad teniendo en cuenta los planes estratégicos previstos por el oferente en su folleto de la oferta⁵.

El establecimiento de este deber de pasividad por parte del órgano de administración responde al objetivo de proteger al accionista minoritario ante posibles injerencias de administradores que pretendan impedir el resultado favorable de la OPA porque vean peligrar su cargo. Sin embargo, el hecho de impulsar esta inactividad por parte del órgano administrativo puede causar el resultado negativo de facilitar que se adquieran sociedades con el mero objetivo de lograr beneficios a corto plazo mediante el desmembramiento de las mismas⁶.

De este modo, en la elaboración de la directiva los organismos europeos no tuvieron en cuenta el resto de intereses que se ven afectados por la realización de una OPA, puesto que, lejos de ser una simple operación bursátil, se trata de un procedimiento que afecta a la estabilidad y la continuidad de las sociedades que se pretenden adquirir⁷.

² Directiva 2004/25/CE. *op. cit.*, pp. L143/14, L143/15.

³ Bonell, R., “Manual de Opas”, Difusión Jurídica, Madrid, 2013. *Kindle*, p. 155

⁴ Directiva 2004/25/CE. *Op. cit.*, p. L142/19.

⁵ *Op. cit.*

⁶ “Manual de Opas”. *Op. cit.*, p. 168

⁷ Sánchez-Calero Guilarte, J., “La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el Principio de Neutralización de Medidas Defensivas”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, 2006. p. 27.

2.3. Régimen Legal en España: Ley del Mercado de Valores y Real Decreto

1066/2007

Anteriormente a la transposición de la Directiva 2004/25/CE, el procedimiento legal de las ofertas públicas de adquisición estaba regulado por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, desarrollada por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Las características más relevantes de este sistema eran que resultaba obligatoria la formulación de una OPA cuando se pretendiera adquirir un participación igual o superior al 25% del capital de una sociedad cotizada -a diferencia del 30% actual- y que se permitían las OPAs parciales, de modo que podían dirigirse a todo o a parte del capital dependiendo del porcentaje de capital que se quisiera adquirir⁸ (la oferta debía ser total si se pretendía adquirir un porcentaje igual o superior al 50% del capital de la sociedad).

Por otro lado, cabe resaltar que ya entonces el régimen legal establecía el deber de pasividad de los órganos de administración de la sociedad afectada por una OPA. Así, el Real Decreto 1197/1991 recogía en su artículo 14 que el órgano de administración debía abstenerse de realizar operaciones “*que no sean propias de la actividad ordinaria de la Sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta*”.

La regulación legal actual viene marcada por la ya mencionada Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, que fue traspuesta a nuestro sistema por medio de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley del Mercado de Valores. La reglamentación pormenorizada sobre las OPAs vino dada por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Como hemos indicado anteriormente, el objetivo principal de la directiva sobre las OPAs era proteger al accionista minoritario, de manera que todos los accionistas tuvieran paridad de trato. De este modo, la nueva Ley del Mercado de Valores eliminó la posibilidad de realizar una OPA parcial, estableciendo que la persona que quiera hacerse con el control de una sociedad cotizada o que ya lo tenga (esto es, si tiene ya un porcentaje igual o superior al 30% del capital de la sociedad) deba realizar una oferta igual a todos los propietarios de acciones.

⁸ Tapia Hermida, A., “El Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones en la Unión Europea y en España”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, 2008. p. 10.

El único caso en que el régimen actual permite la formulación de una OPA por un número de valores inferior al total es si como resultado de la OPA el oferente no vaya a alcanzar el control de la sociedad⁹.

En lo que respecta a las facultades de defensa de los órganos de administración, la regulación vigente de las ofertas públicas de adquisición se acoge a lo establecido por la Directiva 2004/25. De este modo, el Real Decreto 1066/2007 condiciona las decisiones de los administradores que puedan entorpecer la oferta a la previa aprobación de la junta general.

Cabe precisar que a pesar de que la directiva europea dispone que los Estados miembros *velarán* porque se cumpla este deber de pasividad por parte del órgano de administración, la norma da libertad a los Estados de requerir o no a sus sociedades imponer internamente esta obligación. Como ya hemos comentado, dado que la legislación española ya recogía la limitación de la actuación de los órganos de administración que enfrentasen una OPA de manera previa a la adopción de la directiva 2004/25/CE, a la hora de transponer la misma no existió controversia sobre si requerir o no a las sociedades aplicar esta limitación, de forma que simplemente se mantuvo lo establecido en la regulación anterior.

La directiva también establece que, durante el plazo de aceptación de la oferta pública de adquisición, deberán invalidarse cualesquiera otras medidas de neutralización que puedan existir en la sociedad objeto de la OPA, como las restricciones a la transmisibilidad de valores o al derecho de voto. De forma idéntica a lo que respecta a las limitaciones de los órganos de administración, la directiva dispone que será labor de los Estados decidir si requieren o no a sus sociedades aplicar estas restricciones.

De manera contraria a lo concerniente a la limitación de la actuación del órgano de administración, en el caso de las medidas de neutralización de OPAs el ordenamiento español sí optó por acogerse a la disposición opcional de la directiva. De este modo, la legislación actual concede a las sociedades la facultad de decidir si quieren o no adoptar este régimen de neutralización de otras defensas.

Dicho régimen opcional sobre la neutralización de medidas defensivas se encuentra en el artículo 29 del Real Decreto 1066/2007. El contenido de este artículo se analizará más adelante, pero conviene apuntar que el mismo faculta a las sociedades a anular, durante el plazo de

⁹ Estrictamente no estaríamos ante una OPA en dicho caso, ya que siguiendo la definición de la Directiva 2004/25/CE una OPA ha de formularse con el objetivo de adquirir el control de una sociedad o como consecuencia de haber adquirido dicho control.

aceptación de una OPA, las medidas defensivas previstas tanto en los estatutos como en los pactos parasociales. Si bien parece lógico permitir a la sociedad neutralizar medidas estatutarias, más cuestionable es otorgarle la facultad de anular -aunque sea temporalmente- pactos libremente acordados, por ejemplo, entre dos accionistas respecto a la transmisibilidad de sus participaciones¹⁰.

2.4. Clases de Ofertas Públicas de Adquisición

Existen numerosas maneras de clasificar las ofertas públicas de adquisición atendiendo a diferentes criterios. Sin ánimo exhaustivo, nos centraremos en las más relevantes para el fin del trabajo.

Para comenzar, siguiendo nuestra normativa, podemos diferenciar entre OPAs obligatorias y OPAs voluntarias. Nuestra legislación establece tres supuestos en los que debe efectuarse una OPA obligatoria: cuando se haya adquirido el control de una sociedad cotizada, cuando se decida en la junta general que la sociedad deje de cotizar en bolsa y cuando se realice una reducción de capital por adquisición de acciones propias. En el primero de los casos, la ley exige al oferente realizar la oferta con un precio equitativo, el cual se establece no deberá ser inferior al más elevado pagado por el oferente por las mismas acciones durante los doce meses previos.

Mientras tanto, las OPAs voluntarias se caracterizan por realizarse a voluntad del oferente. No obstante, esto no quiere decir que el oferente tenga plena libertad de actuación, sino simplemente que podrá decidir si llevar a cabo o no la OPA. Asimismo, en una OPA voluntaria el oferente podrá supeditar el resultado de la misma a ciertas condiciones y tendrá libertad para elegir el precio a pagar.

Por otro lado, desde una perspectiva sustancial, podemos diferenciar entre las OPAs amistosas y las hostiles. Esta clasificación es útil básicamente en las OPAs en las que una persona pretenda hacerse con el control de una sociedad, pues es cuando podrán existir intereses encontrados entre el oferente y los administradores o accionistas de la sociedad afectada¹¹.

¹⁰ “La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el Principio de Neutralización de Medidas Defensivas”. *Op. cit.* p. 49.

¹¹ “El Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones en la Unión Europea y en España”. *Op. cit.*, p. 15.

De este modo, las OPAs amistosas son las que se realizan tras un acuerdo previo entre el oferente y los órganos de control o los accionistas de control de la sociedad que se pretende adquirir. Con este método, el oferente se asegura el resultado positivo de la OPA incluso antes de presentarla ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (organismo encargado de autorizar la formulación de una oferta pública de adquisición).

Sin embargo, si la OPA “sorprende”¹² a las personas en control de la sociedad afectada, o si no se logra un acuerdo previo con estas, nos encontraremos ante una OPA hostil, en la que el oferente buscará hacerse con las acciones de los accionistas minoritarios, intentando convencerlos mediante la proposición de un precio superior al valor actual de mercado.

Dentro de las OPAs hostiles, se pueden distinguir las denominadas “OPAs coercitivas”, que son aquellas en las que el oferente se aprovecha de la dificultad de los accionistas minoritarios para tomar una decisión racional a la hora de decidir si vender o no sus acciones, ya que el temor de quedarse “encerrados” con el socio mayoritario puede hacer que vendan aunque el precio les parezca bajo. Del mismo modo, si los accionistas piensan que la llegada de un nuevo socio mayoritario implicará una subida del valor de las acciones, tendrán que decidirse si optan por no vender y esperar a que el resto sí lo haga, arriesgándose a que si todos piensan de la misma manera finalmente el oferente no adquirirá el control y por tanto no se producirá el esperado aumento de valor¹³.

Siguiendo a Tapia Hermida, podemos encontrar a caballo entre las OPAs hostiles y las amistosas las llamadas OPAs “mutantes”, que nacidas con carácter hostil por no representar un precio justo a juicio de los administradores, deviene amistosa al incrementar el oferente dicho precio¹⁴.

Finalmente, cabe mencionar la existencia de las OPAs competidoras, que son aquellas presentadas ante la CNMV que afecten a acciones sobre las que ya exista otra OPA cuyo plazo de aceptación no haya concluido (art. 40 RD 1066/2007). Dichas OPAs competidoras deberán ajustarse a ciertos requisitos y tendrán siempre que mejorar la oferta precedente, ya sea proponiendo un precio más elevado o extendiendo la oferta a un número más alto de valores.

¹² “Manual de Opas”. *Op. cit.*, p. 65.

¹³ Alfaro Águila-Real, J., “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, <https://es.scribd.com/doc/310497319/El-debate-sobre-las-Medidas-Defensivas-frente-a-una-OPA-hostil> (última vez visitado 22 de marzo 2019). Pp. 1,2.

¹⁴ “El Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones en la Unión Europea y en España”. *Op. cit.*, p. 16.

3. POSIBILIDADES DE DEFENSA DE UNA SOCIEDAD FRENTE A UNA OFERTA PÚBLICA DE ADOUSICIÓN DE ACCIONES EN ESPAÑA

Como hemos comentado en las páginas anteriores, las sociedades cotizadas españolas tienen un margen de reacción muy reducido cuando enfrentan ofertas públicas de adquisición no deseadas.

El deber de pasividad impuesto a los administradores está recogido en nuestra legislación desde la promulgación del Real Decreto 1197/1991. Sin embargo, esta regulación era más rigurosa que la actual por cuanto no incluía tan siquiera la posibilidad de que los administradores plantearan a la junta general medidas de defensa ante la OPA¹⁵. De este modo, la abstención de los administradores había de ser total en cuanto se concretase la formulación de una oferta pública de adquisición.

Más adelante, con la Directiva 2004/25/CE, nuestro ordenamiento dio entrada a lo previsto en el artículo 9 de la norma comunitaria: dar la opción a los órganos de administración de establecer medidas de defensa antiOPA con la aprobación de la junta general.

3.1. Análisis de los Artículos 28 y 29 del Real Decreto 1066/2007

En transposición de la directiva europea, la Ley 6/2007, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, introdujo en nuestro sistema dos excepciones a la regla general de pasividad del órgano de administración: la opción (o incluso deber¹⁶) de buscar ofertas competidoras y la posibilidad de plantear a la junta general la adopción de medidas defensivas. Por tanto, podríamos afirmar que la promulgación de la directiva -aunque probablemente de manera involuntaria- provocó que se concediera cierto poder (aún muy reducido) a los administradores de las sociedades españolas¹⁷.

¹⁵ Fernández Torres, I., “Luces y Sombras en la Reforma de OPAs: el Papel de la Junta General en relación con las Medidas Defensivas”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, 2008. p. 17

¹⁶ *Op. cit.* p. 31

¹⁷ Aparicio Roqueiro, C., “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”. Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2007. P. 39.

Respecto a la búsqueda de ofertas competidoras *-white knights-*, cabe mencionar que es una práctica extendida en el derecho norteamericano (que estudiaremos más adelante) en la que el objetivo es lograr maximizar el beneficio de los accionistas mediante la búsqueda de una oferta que se ajuste mejor a la valoración real de la sociedad.

Por su parte, el Real Decreto 1066/2007, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, especifica en su artículo 28 la limitación de actuación de los órganos de administración y control tras el anuncio de una OPA. De esta manera, tras establecer la regla general de pasividad de estos órganos, delimita algunos supuestos concretos sobre determinadas actuaciones que no se podrán llevar a cabo sin la autorización previa de la junta general.

En particular, se prohíbe cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente obtener el control de la sociedad afectada, efectuar o promover operaciones sobre los valores a los que afecte la oferta u otros, enajenar inmuebles u otros activos sociales cuando ello pueda entorpecer la oferta y, finalmente, repartir dividendos extraordinarios¹⁸.

Con la prohibición de emitir nuevos valores tras el anuncio de una OPA, se imposibilita por completo que se pongan en marcha las denominadas ‘poison pills’ (píldoras venenosas), medida antiOPA muy común en Estados Unidos que consiste en un derecho otorgado a los accionistas para adquirir nuevas acciones a un precio muy reducido con el objetivo de diluir el valor de las acciones y así hacer casi imposible que el oferente adquiriera el control de la sociedad. Este mecanismo tiene lugar normalmente -en los mercados en los que está autorizado- cuando el oferente ha adquirido ya un determinado porcentaje de acciones.

Respecto a la prohibición de enajenar (o gravar o arrendar) activos sociales, entendemos que se establece con el fin de evitar la venta de activos valiosos sin los cuales la sociedad sería menos atractiva para el opante. Sin embargo, hay que mencionar que esta medida defensiva en algunos casos es contraproducente, por cuanto si quien intenta adquirir la sociedad es un “tiburón” (persona que hace una OPA con el objetivo de liquidar la sociedad inmediatamente después) agradecerá que el valor de esos activos les llegue directamente en efectivo¹⁹.

¹⁸ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, artículo 28.1.

¹⁹ Sánchez Andrés, A., “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, Repositorio Universidad Autónoma de Madrid, 2003. P. 352.

Por último, el artículo 28.1 establece la prohibición de repartir dividendos extraordinarios. Aunque parece razonable que el legislador pretenda limitar el reparto de dividendos para que no se produzca un descenso importante de las reservas de la sociedad durante el plazo de aceptación de la OPA, parecería lógico que se permitiera a la sociedad atribuir a sus accionistas un dividendo especial si el último resultado del ejercicio ha sido mayor del habitual.

Es importante recalcar que esta lista de supuestos prohibidos no tiene carácter exhaustivo sino enunciativo, de manera que el deber de pasividad de los administradores deberá ser total, teniendo que abstenerse de cualquier actuación que pueda entorpecer el curso de la oferta²⁰.

Por otro lado, el artículo 28 del RD de OPAs establece una revisión por parte de la junta general de las decisiones tomadas por el órgano de administración incluso antes del anuncio público de la OPA. De este modo, se determina que la junta deberá “*aprobar o confirmar*” toda decisión previa de los administradores que se aleje del curso normal de actividades societarias y que pueda impedir la consecución de la oferta.

En relación a qué se considera fuera del “curso normal de actividades de la sociedad”, siguiendo a Fernández Torres será cualquier operación de carácter extraordinario e impropia de la actividad ordinaria de la sociedad -bien por su cuantía, bien por las posibles repercusiones para la sociedad²¹.

El artículo 28 del Real Decreto de OPAs también consagra el denominado “principio de reciprocidad”, que determina que las sociedades cotizadas que enfrenten una oferta pública de adquisición podrán no aplicar la regla de pasividad de los administradores cuando la entidad que realice la oferta tenga su domicilio social fuera de España y no aplique a su vez normas similares a las contenidas en este artículo. Por tanto, estamos ante una excepción a la regla general de limitación de actuación de los órganos de administración y dirección, los cuales tendrán libertad para realizar las conductas “prohibidas” con el objetivo de evitar que la sociedad sea adquirida por otra en la que los administradores gozan de plena autonomía. En cualquier caso, se especifica que la decisión de no aplicar este deber de pasividad recaerá nuevamente en la junta general, si bien en esta ocasión la aprobación por la misma no tendrá

²⁰ “Luces y Sombras en la Reforma de OPAs: el Papel de la Junta General en relación con las Medidas Defensivas”. *Op. cit.* p. 36.

²¹ *Op. cit.*

que tener lugar una vez anunciada la OPA, sino que podrá tomarse hasta dieciocho meses antes de que ello se produzca.

Este principio de reciprocidad nace de la Directiva de OPAs, que en su artículo 12.3 concede a los Estados miembros la opción de aplicar este régimen si así lo desean. Si bien parece entendible que la directiva plantee esta posibilidad para asegurar la igualdad de condiciones entre las sociedades de diferentes Estados, también parece dejar de lado una vez más la supuesta pretendida armonización del mercado de valores europeo.

Del mismo modo, la transposición de este apartado de la directiva en nuestro ordenamiento puede suscitar algunas dudas, puesto que lo que dice es que los Estados podrán eximir a sus sociedades de exigir el deber de pasividad por parte de sus administradores, no que se dé vía libre a las sociedades de decidir por sí mismas si quieren o no aplicar el principio de reciprocidad²² (que es lo que finalmente hizo el legislador español).

Por otro lado, el régimen de reciprocidad conlleva la dificultad añadida de saber cómo se debe actuar si la sociedad que realiza la oferta no tiene su domicilio social en la Unión Europea, puesto que en este caso de ninguna manera estará sujeta a las disposiciones de la Directiva sobre OPAs. Por tanto, en estas situaciones habrá que estarse al caso concreto y probablemente tengan que ser los tribunales de justicia quienes decidan, a posteriori, si el principio de reciprocidad ha sido legalmente aplicado²³.

El principio de reciprocidad se aplica en nuestro ordenamiento de igual manera a las disposiciones del artículo 29 del Real Decreto de OPAs, sobre “régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición”. A pesar de que se trata, como indica el precepto, de un régimen opcional para las sociedades cotizadas que enfrentan una OPA, estamos nuevamente ante una limitación -aunque sea indirecta- de la actuación de los órganos administrativos. Además, conviene apuntar que la posibilidad legal de neutralizar estas medidas defensivas viene dada en concordancia con la Directiva de OPAs, de manera que en la transposición de la misma se introdujo por primera vez en nuestro ordenamiento este régimen.

²² “La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el Principio de Neutralización de Medidas Defensivas”. *Op. cit.* p. 49.

²³ “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”. *Op. cit.*, p. 41.

Dice el citado artículo 29 que las sociedades cotizadas deberán comunicar a la CNMV su decisión sobre si aplicar o no durante el plazo de aceptación de la oferta las restricciones a la transmisibilidad de valores recogida en los pactos parasociales, así como las restricciones estatutarias o previstas en pactos parasociales al derecho de voto en la junta que decida sobre las medidas de defensa a las que se refiere el artículo anterior. Asimismo, se establece que cuando tras una oferta pública de adquisición el oferente se haga con más del 75% de la sociedad, ésta podrá decretar ineficaces las restricciones anteriores. Por otro lado, se determina que la decisión de inaplicar estas restricciones recaerá en manos de la junta general.

Cuando la sociedad se decante por la ineficacia de cualquiera de estas restricciones, se deberá compensar adecuadamente por la pérdida sufrida a los titulares de derechos afectados. Esta compensación se deberá incluir en los estatutos sociales, especificando la forma compensatoria así como el método para determinarla.

Mientras que las actuaciones previstas en el artículo 28 del RD de OPAs son mecanismos de defensa posteriores al anuncio de la oferta, las situaciones que prevé el artículo 29 podríamos considerarlas como medidas defensivas “preventivas”, por cuanto se trata de restricciones adoptadas en un momento anterior a la OPA pero que sirven para contrarrestarla en el momento de su formulación. Es por ello por lo que la Directiva de OPAs dio a estas medidas preventivas un trato muy similar a las otras defensas, intentando evitar cualquier tipo de blindaje de la sociedad que se pretende adquirir facilitando el desarrollo de la OPA.

Por otra parte, mientras que el artículo 28 va necesariamente dirigido a los administradores de la sociedad opada, limitando su actuación, el principio de neutralización establecido en el precepto siguiente hace frente comúnmente a medidas de defensa acordadas por accionistas de control o grupos de accionistas, que mediante la modificación de los estatutos sociales o simplemente a través de pactos contractuales provocan que en el momento de decidir sobre la OPA su posición tenga más peso. De esta manera es cómo este tipo de accionistas consigue tener un control sobre la sociedad más amplio del que debería si nos fijásemos únicamente en su aportación al capital social. Por tanto, la Directiva de OPAs estableció este principio de neutralización en su afán, una vez más, de proteger al accionista minoritario y asegurar la igualdad de trato entre todos los accionistas.

La primera de las medidas preventivas que el artículo autoriza a neutralizar en caso de una OPA son las restricciones a la transmisibilidad de valores, de modo que aquellos accionistas que no tengan libertad para transmitir sus acciones normalmente sí podrán aceptar libremente

la oferta. Debido a que el artículo 123.2 de la Ley de Sociedades de Capital prohíbe las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisibles las acciones, el Real Decreto de OPAs se refiere únicamente a las restricciones contenidas en pactos parasociales.

La segunda de las medidas objeto de neutralización que prevé el artículo 29 son las restricciones al derecho de voto. Dado que en nuestro ordenamiento la alteración de la proporcionalidad entre el valor nominal de una acción y el derecho de voto no está permitida (artículo 188.2 LSC), la neutralización se refiere solamente a las limitaciones al máximo número de votos que un mismo accionista o un grupo de sociedades pueden emitir. Cabe destacar que estas limitaciones estatutarias al número de votos son limitaciones subjetivas, puesto que no afectan a la acción como tal sino al titular de la misma, de manera que podrán ser transmitidas como cualquier otra acción²⁴.

La limitación del derecho de voto ha sido siempre una medida antiOPA muy utilizada en España, como refleja el estudio hecho por Institutional Shareholder Services para la Comisión Europea en 2007: el 35% de las sociedades españolas que participaron en el estudio tenían esta medida, el porcentaje más alto de todos los países analizados²⁵.

Finalmente, conviene apuntar que el RD de OPAs no trata la figura de las acciones sin voto, que suponen también una defensa contra las OPAs muy común a través de la concentración de los votos en las manos de unos pocos accionistas.

Queda claro que la legislación actual en España de las ofertas públicas de adquisición -en consonancia con la directiva europea- coloca en un lugar predominante y casi supremo a la junta general de accionistas de las sociedades opadas respecto a los administradores, estableciendo que recaiga en las responsabilidades de aquella la adopción de cualesquiera medidas de defensa se quieran tomar (incluso de aquellas decisiones unidas de manera natural al cargo de administrador, como el reparto de dividendos extraordinarios)- De esta manera, el cometido de los administradores resulta prácticamente insignificante en un momento crucial para la sociedad, viéndose limitados a plantear medidas de defensa a unos accionistas que difícilmente serán objetivos cuando enfrentan una oferta que les puede aportar dinero de manera inmediata.

²⁴ Alfaro Águila-Real, J., “Las limitaciones estatutarias al número de votos que puede emitir un accionista”, <https://almacenderecho.org/las-limitaciones-estatutarias-al-numero-votos-puede-emitir-accionista/> (última vez visitado 18 de marzo 2019).

²⁵ Institutional Shareholder Services Europe (ISS Europe)/Shearman & Sterling/ECGI, “Report on the Proportionality Principle in the European Union”, 2007 para la Comisión Europea. P. 29.

3.2. Realidad Práctica de las Defensas frente a Ofertas Públicas de Adquisición

en España:

Ahora bien, aunque es innegable que en la teoría el papel del órgano de administración de una sociedad que enfrenta una OPA es muy limitado porque así lo ha querido el legislador, la realidad en la práctica es diferente. Así, como es lógico, los administradores que tienen que hacer frente a una OPA hostil rara vez se quedan de brazos cruzados, sino que llevan a cabo todo tipo de tácticas (algunas más discutibles que otras) para lograr que la oferta fracase.

Una medida de defensa frecuente es la de establecer las llamadas “cláusulas de control”, que consiste en la facultad de resolver un determinado contrato cuando se produce un cambio de control en la sociedad²⁶. De esta manera, el nuevo adquirente podría ver cómo pierde un valioso contrato con, por ejemplo, un proveedor. Esta medida, parece a priori legal por cuanto no supone una actuación de los administradores posterior al anuncio de la oferta para entorpecerla (prohibida por el artículo 28 RD de OPAs), sino que se trata de una medida anterior tomada en virtud de la libertad contractual.

Estudiando la realidad práctica de la ofertas públicas de adquisición en España se aprecia rápidamente que la utilización de las mismas no es demasiado alta, y que tras la promulgación del Real Decreto de OPAs en 2007 el número de ofertas decayó (aunque ha vuelto a incrementar levemente en los últimos años). De este modo, en los tres años siguientes a la aprobación de este RD se formularon un total de dieciocho ofertas públicas de adquisición, de las cuales solo seis se realizaron con el objetivo de tomar el control de una sociedad²⁷. Este descenso en este tipo de operaciones durante dicho periodo vino dado principalmente por los efectos de la crisis financiera, pero lo cierto es que en los años siguientes el número de OPAs no fue mucho mayor²⁸.

²⁶ “Luces y Sombras en la Reforma de OPAs: el Papel de la Junta General en relación con las Medidas Defensivas”. *Op. cit.* p. 39.

²⁷ Sánchez-Calero Guilarte, J., “El Misterio de las OPAs: Realidad, Doctrina y Regulación”. Contribución a la obra “Estudios del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo”, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia, 2010. P. 7.

²⁸ Así, según el informe elaborado en 2017 por Cuatrecasas, entre 2007 y 2017 hubo 54 OPAs en nuestro país. “Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España. Guía práctica.” https://www.cuatrecasas.com//media_repository/docs/eng/flipbook/Una_decada_de_aplicacion_del_actual_regimen_de_OPAs_en_Espana/assets/basic-html/page2.html (última vez visitado 20 de marzo de 2019)

Mientras tanto, entre 1991 y 2002 hubo un total de 142 OPAs en nuestro país, un número mucho mayor. V. Palacín-Sánchez, M., “Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)” Disponible en https://www.researchgate.net/publication/28079882_Las_ofertas_publicas_de_adquisicion_en_Espana_1991-2002

Más allá de las consecuencias de la crisis, en nuestro país el reducido número de ofertas públicas de adquisición encuentra explicación en la estructura accionarial común de las sociedades cotizadas, que lejos de estar compuestas por un capital disperso (más frecuente en el mundo anglosajón), normalmente se hayan en control de grupos familiares o accionistas de control -lo cual hace casi imposible que triunfe una OPA hostil.

Sin embargo, en las ocasiones en las que sí se han formulado OPAs hostiles las técnicas utilizadas por los administradores, como avanzábamos, han sido de lo más variadas.

Un ejemplo de reacción a este tipo de OPA lo encontramos en la célebre OPA que realizó Gas Natural sobre las acciones de Endesa en el año 2005. Esta oferta pública de adquisición, en la que Gas Natural buscaba crear una compañía integrada de electricidad y gas en España, se realizó sobre el 100% de las acciones de Endesa. Enseguida, el consejo de administración de la empresa eléctrica mostró su rechazo ante la OPA, calificándola como “insuficiente y hostil”. Ante esta situación, el Comité Ejecutivo de la CNMV decidió enviar una carta al presidente de Endesa para recordarle el deber legal de pasividad del órgano de administración, de manera que no realizase ninguna actuación que pudiera entorpecer el curso de la oferta²⁹.

En esta tesitura, los administradores de Endesa buscaron hacer frente a la OPA a través de otro medio: la vía judicial. Viendo que la CNMV vigilaba de cerca la operación y por tanto todas las actuaciones del consejo de administración de Endesa, la estrategia seguida por éste fue de intentar frenar la oferta mediante la interposición de varios recursos judiciales. De esta manera, la sociedad eléctrica consiguió en un primer momento retrasar el plazo de aceptación de la oferta gracias a una medida cautelar dictada por el Juzgado de lo Mercantil nº3 de Madrid que suspendía temporalmente la OPA. Asimismo, como es natural, el consejo de administración valoró negativamente la oferta en el informe que había de presentar a los accionistas.

Por otro lado, la OPA de Gas Natural sobre Endesa se vio trabada por temas de competencia. A pesar de que la decisión final sobre la viabilidad de la OPA la tenía el Gobierno (que tenía que servirse eso sí de la opinión de diferentes organismos reguladores de competencia), los administradores de Endesa intentaron enturbiar todo este proceso mediante una campaña

²⁹ Comisión Nacional del Mercado de Valores. “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación” <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Ianual2005.pdf> 2005, Madrid. P. 170.

publicitaria sin precedentes³⁰ argumentando lo perjudicial que sería para la economía del país que saliera adelante dicha OPA.

Sin entrar en más detalles de aquella OPA interminable y ampliamente politizada de Gas Natural sobre Endesa -que finalmente fue adquirida por Acciona y Enel-, lo relevante para este estudio es resaltar la actitud incansable de los administradores de sociedades que enfrentan OPAs hostiles con el fin de evitarlas. De este modo, los consejeros de Endesa, no obstante la advertencia de la CNMV de que sobre ellos pesaba un deber de pasividad, buscaron otro tipo de tácticas para frenar la oferta: acudir a la vía judicial y presionar a los organismos que tenían que decidir sobre la legalidad en materia de competencia de la oferta mediante una abundante propaganda.

En conclusión, pese a que la legislación se empeñe en limitar la actuación del órgano de administración en aras de que sean los accionistas los que decidan libre e individualmente sobre la OPA, la realidad es que en la práctica los administradores no se quedan “inmóviles”, sino que hacen todo lo posible para entorpecer las ofertas cuando verdaderamente las consideran perjudiciales para los intereses societarios. Por tanto, es conveniente reflexionar sobre si la regulación actual de OPAs de nuestro ordenamiento es la adecuada, y si no sería más beneficioso para el desarrollo de estas operaciones que se concediera cierta libertad de actuación al órgano de administración de la sociedad opada, a fin de evitar guerras sucias como la que se produjo entre Gas Natural y Endesa.

³⁰ “Luces y Sombras en la Reforma de OPAs: el Papel de la Junta General en relación con las Medidas Defensivas”. *Op. cit.* p. 39.

4. POSIBILIDADES DE DEFENSA DE UNA SOCIEDAD FRENTE A UNA OFERTA PÚBLICA DE ADOUSICIÓN DE ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS

De manera contraria a los que sucede en nuestro ordenamiento, en Estados Unidos se concede una amplia libertad a los administradores de las sociedades que enfrentan OPAs hostiles para evitar que prosperen.

Sin embargo, la creencia de que los administradores de sociedades estadounidenses pueden hacer prácticamente lo que deseen cuando intentan hacer fracasar una OPA no está justificada, ya que como veremos en las páginas siguientes la actuación de aquellos está controlada de cerca por los accionistas, que pueden en cualquier momento acudir a la vía judicial para demandar a los administradores cuando consideren que las medidas tomadas son lesivas para el interés social.

Antes de comenzar a analizar las actuaciones defensivas permitidas a los administradores, hay que recordar que la realidad del mercado de valores estadounidense es diferente a la española, estando compuestas la gran mayoría de sociedades por capital disperso y, por tanto, siendo potenciales “targets” (objetivos) de ofertas públicas de adquisición.

4.1. Legislación Básica de las Ofertas Públicas de Adquisición en Estados Unidos

La formulación de OPAs en Estados Unidos es muy común y, por ello, el procedimiento a seguir por las entidades que pretenden adquirir una sociedad cotizada está sujeto a unos requisitos obligatorios establecidos por el “Williams Act”, que modificó el “Securities Exchange Act” de 1934.

Entre las características principales (y que no encontramos en nuestra regulación) de esta legislación encontramos la existencia del llamado sistema de advertencia previo, a través del cual se informa a los administradores y al público en general que un inversor ha adquirido más del 5% de las acciones de la sociedad³¹. Este aviso previo debe ser llevado a cabo por el inversor

³¹ Securities Exchange Act of 1934, section 13 (d). Disponible en <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>. (última vez visitado 24 de marzo de 2019).

ante la “Securities and Exchange Commission” (organismo similar a nuestra CNMV), teniendo que especificar en el mismo la razón por la cual ha adquirido tal porcentaje de acciones.

Por otro lado, se exige que la OPA vaya dirigida a todos los accionistas y por el mismo precio, aunque se permite que el adquirente no tenga que comprar todas las acciones ofrecidas (en cuyo caso deberá pagar a prorrata a todos los accionistas que deseen vender)³².

Asimismo, el artículo 14 (d) (1) del Securities Exchange Act ordena al oferente la revelación de varios datos suyos: su identidad, la manera de financiar la oferta y cualquier tipo de plan futuro, incluyendo una eventual intención de hacer que la sociedad “target” deje de cotizar en bolsa. También se incluyen en esta norma requisitos relativos al tiempo de aceptación de la oferta -mínimo veinte días laborables-, así como una disposición contra el fraude en este tipo de operación (prohibiendo actuaciones engañosas o fraudulentas por parte del oferente).

Finalmente, observando la legislación existente podemos apreciar que no existe una obligación de realizar una oferta pública de adquisición en ningún caso, pero que sin embargo su formulación es muy habitual porque es la manera más sencilla de hacerse con las acciones de una gran mayoría de accionistas sin tener que negociar individualmente con todos ellos.

4.2. Actuación de los Administradores de Sociedades que enfrentan OPAs hostiles: límites a las medidas de defensa

Como comentábamos, en la legislación estadounidense se concede una amplia libertad de actuación a los administradores que quieran evitar que la sociedad sea adquirida por medio de una oferta pública de adquisición hostil.

A pesar de que se tiene cuenta que las decisiones tomadas por los administradores nunca podrán ser completamente desinteresadas por cuanto su cargo puede estar en juego, se pone de relieve que estas ofertas constituyen proposiciones societarias altamente complejas y que, por tanto, debe ser el consejo de administración quien proteja e informe a los accionistas³³.

Antes de comenzar el estudio de los casos que sentaron los límites que tienen los administradores en cuanto a medidas defensivas tomadas frente OPAs (y cambios de control

³² Securities Exchange Act 1934, section 14 (d) (10).

³³ Allen, T. / Kraakman, R., “Commentaries and Cases on the Law of Business Organization”, 5ª Edición, 2016. P. 532.

no deseados en general), debemos introducir brevemente el concepto de la “business judgement rule”, fundamental para comprender esta regulación.

La business judgement rule determina que las decisiones tomadas por los administradores de una sociedad serán consideradas decisiones válidas propias del cargo cuando se cumplan tres requisitos: que la decisión sea tomada por miembros del consejo que no estén interesados económicamente (en la operación), que el administrador se informe debidamente antes de tomar la decisión y, por último, que la decisión sea tomada de buena fe y en beneficio del interés social. Si se cumplen estos requisitos, la business judgement rule aplicará y por tanto los administradores no podrán ser demandados por los accionistas por incumplimiento de los deberes fiduciarios (diligencia, lealtad y buena fe).

La business judgement rule, sin embargo, se aplica de una manera un tanto distinta en el contexto de defensas antiOPA, por cuanto las circunstancias especiales que rodean estas operaciones hacen que los requisitos que los administradores deben cumplir sean más estrictos de lo habitual³⁴. A lo largo de los años, los tribunales de Delaware³⁵ como de otras jurisdicciones han ido delimitando los estándares de comportamiento adecuados que deben seguir los administradores en estos casos.

El primero de los casos al que debemos prestar atención es *Unocal vs Mesa Petroleum*³⁶. En este caso la Corte Suprema de Delaware determinó que la business judgement rule es de aplicación en las defensas contra las OPAs, si bien de una manera reforzada. La OPA de Mesa consistía en una oferta de dos niveles: una primera en la que ofrecía pagar en efectivo y una segunda a cambio de bonos basura -para así forzar a los accionistas a vender sus valores rápidamente.

El consejo de administración de Unocal manifestó que la oferta no reflejaba el precio real de la sociedad y que además era coactiva por pretender pagar con bonos basura a los que no acudieran a la primera oferta. Por lo tanto, los administradores decidieron responder anunciando que si Mesa lograba hacerse con el 50% de las acciones, Unocal compraría sus propias acciones restantes por un importe más alto, para así devaluar el valor de la sociedad y hacerla menos atractiva para Mesa. Ante esta situación, Mesa (que ya tenía un 13% de las

³⁴ Fleischer Jr., A / Sussman, A, “Takeover defense: mergers and acquisitions”, capítulo 3.02 “Directors fiduciary duties in takeovers and mergers”. 2010. P. 3.

³⁵ El estado de Delaware constituye la jurisdicción más importante en lo relativo al derecho de sociedades por cuanto más del 50% de las sociedades cotizadas tienen su domicilio social en ese estado.

³⁶ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

acciones y por ello estaba legitimada para demandar) demandó al consejo por incumplimiento de sus deberes fiduciarios porque la adquisición de acciones propias excluía a Mesa.

La Corte sentenció que los administradores no habían incumplido sus deberes fiduciarios ya que la OPA presentada por Mesa constituía una amenaza para los intereses de la sociedad y la respuesta adoptada por el consejo había sido razonable y proporcionada en relación a dicha amenaza³⁷. De este modo, se establecieron los dos requisitos para que el consejo de administración se vea protegido por la business judgement rule cuando enfrente una OPA: que la misma constituya una amenaza para los intereses societarios y que la medida defensiva tomada sea razonable en respuesta a esa amenaza.

Diez años después de *Unocal vs. Mesa*, la Corte Suprema de Delaware estableció en el caso *Unitrin vs American General Corp.*³⁸ un tercer requisito que deben cumplir los administradores: que la medida antiOPA adoptada no resulte coercitiva o restrictiva. De esta manera, la Corte buscaba impedir que las medidas no fueran nunca tomadas por los administradores en aras de atrincherarse en el puesto. En conclusión, la Corte estableció un sistema en el que básicamente todas las medidas defensivas tomadas por los administradores podían ser recurridas en vía judicial.

El problema de que los administradores busquen perpetuarse en su cargo o actúen exclusivamente en su propio beneficio son las razones principales por las que en muchas legislaciones -incluida la española- se ha optado por exigirles pasividad a la hora de enfrentar OPAs. En el panorama norteamericano tampoco faltan aquellos que preferirían un modelo en el que fueran directamente los accionistas los que tuvieran la responsabilidad de aceptar o no la oferta. Sin embargo, los defensores de dar libertad al órgano de administración han argumentado que ésta es la única manera posible por la que los administradores pueden tener una capacidad negociadora real con el oferente para así conseguir un acuerdo beneficioso para la sociedad³⁹.

Los límites de esta capacidad negociadora por parte del órgano de administración han sido también objeto de regulación por parte de los tribunales de Delaware, de forma que las

³⁷ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d. *Op. cit.* p. 958.

³⁸ *Unitrin, Inc. vs American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

³⁹ Subramanian, G., "Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses", *Yale Law Journal*, Vol. 113, Issue 3, 2003. P. 621.

negociaciones (y defensas en general) se hicieran siempre con el fin último de beneficiar a los accionistas y no en el interés propio de los administradores.

En el caso de *Revlon vs MacAndrews*⁴⁰, la Corte Suprema de Delaware abordó la cuestión de qué debe hacer el órgano de administración cuando la venta de la sociedad es inminente. La Corte determinó que cuando los administradores asumen que la sociedad va a ser adquirida, su deber es buscar la oferta más beneficiosa para el interés de los accionistas. Si existen dos postores que buscan adquirir el control de la sociedad, el papel de los administradores debe ser completamente neutral, no pudiendo adoptar medidas defensivas contra un determinado adquirente para así favorecer al otro. Con esta doctrina, incluso los administradores que hayan firmado un preacuerdo de venta con una entidad determinada en el que, por ejemplo, se prohíba a la sociedad 'target' negociar con otros posibles adquirentes, en caso de presentarse una oferta mejor el consejo deberá aceptarla en cumplimiento de sus deberes fiduciarios⁴¹.

Mientras que bajo la doctrina de *Unocal* los administradores tienen libertad para defenderse de OPAs hostiles que constituyen amenazas para el interés societario (siempre que la respuesta sea razonable y no coercitiva), la decisión en *Revlon* implicó que si la venta de la sociedad es inminente la labor de los administradores ha de limitarse a maximizar el beneficio de los accionistas. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en ocasiones no es fácil diferenciar entre cuándo la sociedad está en venta y cuando el consejo se está simplemente defendiendo de una OPA hostil⁴².

La Corte Suprema de Delaware ayudó a delimitar cuándo hay que considerar que la venta de la sociedad es inminente en el caso de *Paramount Communications v. Time, Inc.*⁴³. En este caso, el consejo de administración de Time utilizó medidas defensivas para contrarrestar la OPA de Paramount, al mismo tiempo que llegó a un acuerdo para fusionarse con Warner. En este contexto, la Corte consideró válidas las defensas adoptadas por Time porque lo que los administradores buscaban no era un cambio de control en la sociedad (venta inminente), sino unirse con otra sociedad (Warner) en una estrategia de negocio a largo plazo. De esta manera, quedó establecido que si el plan de los administradores no es deshacerse de la sociedad, pueden aplicar medidas defensivas -siempre que sean proporcionales a la amenaza enfrentada- contra OPAs hostiles.

⁴⁰ *Revlon, Inc. Vs MacAndrews and Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁴¹ "Commentaries and Cases on the Law of Business Organization". *Op cit.* p. 596.

⁴² *Op cit.* p. 560.

⁴³ *Paramount Communications, Inc. vs Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

En conclusión, el sistema estadounidense se caracteriza por otorgar libertad a priori a los administradores para aplicar las medidas defensivas que consideren convenientes a la hora de enfrentar una OPA hostil. Sin embargo, estas medidas defensivas solo podrán ser tomadas en aquellos casos que la OPA suponga una verdadera amenaza para los intereses societarios y tendrán que ser siempre razonables, proporcionales y no coercitivas. Además, se limita enormemente el papel de los administradores -en una suerte de regla de pasividad similar a la existente en España- en aquellas situaciones en las que la venta de la sociedad es inminente, de manera que su labor se centre exclusivamente en la búsqueda de ofertas competidoras para así maximizar el beneficio de los accionistas.

Por lo tanto, con esta exposición general de las posibilidades de defensa del órgano de administración en Estados Unidos vemos que no se trata de un sistema cuasi anárquico en el que el “todo valga”, sino que se trata de una regulación que ha evolucionado a lo largo de los años en la que la regla general es la libertad de actuación pero donde las medidas defensivas pueden ser impugnadas en vía judicial tanto por quien sufre las medidas directamente -el opante-, como indirectamente -los accionistas.

4.3. Efectividad de las Medidas Defensivas en el Derecho Estadounidense

Antes de centrarnos en un posible encaje en la regulación española de las posibilidades de defensa permitidas a los administradores en Estados Unidos, conviene hacer un breve análisis de la efectividad de las medidas de defensa concretas en el mercado de valores de este país.

La medida defensiva por excelencia en el sistema norteamericano es la ‘poison pill’. Esta píldora es básicamente un derecho de suscripción preferente dado a los accionistas, que “envenena” las acciones del adquirente hostil si se pone en marcha. Así, si una persona adquiere un cierto porcentaje de acciones de la sociedad (normalmente entre un 10 y 20%), se activa la píldora y el resto de los accionistas pueden suscribir nuevas acciones a un precio muy inferior al de mercado, causando la dilución de las acciones adquiridas por el oferente para que no pueda alcanzar el control.

Este mecanismo ha sufrido muchas críticas a lo largo de los años por considerarse un modo de facilitar el atrincheramiento de los administradores en su cargo a costa de los accionistas. Sin embargo, la postura contraria defiende que la existencia de esta píldora no solo no disuade la

formulación de OPAs, sino que, de hecho, en muchas ocasiones provoca que los accionistas consigan una mayor prima de venta⁴⁴.

De esta forma, una de las mayores ventajas de adoptar una ‘poison pill’ es que obliga a los potenciales postores a negociar con el consejo de administración la posible formulación de una OPA, dando al consejo una mayor capacidad negociadora y proporcionándole más tiempo para evaluar las distintas opciones (recordemos que el plazo mínimo de aceptación de la OPA es de 20 días laborables)⁴⁵. Así, si una sociedad cuenta con una poison pill se librerá a los accionistas de tener que aceptar ofertas coercitivas.

Se debe tener en cuenta que en la historia moderna de las poison pills (esto es, desde el caso de *Unocal*) tan solo una vez ha activado una sociedad la píldora: en el año 2008 y bajo unas circunstancias especiales. La empresa que puso el mecanismo en marcha fue Selectica, cuyos administradores formularon una poison pill que se activaría tan pronto como un accionista se hiciera con el 5% de las acciones de la sociedad. Lo único de este caso era que la adopción de la píldora por la sociedad no respondía principalmente a un temor de que se produjera un cambio de control, sino que su existencia formaba parte de una estrategia para proteger las pérdidas operativas netas de la empresa⁴⁶.

El hecho de que solamente se haya activado en una ocasión una poison pill (y haya sido bajo unas circunstancias tan particulares) podría hacer parecer que las sociedades que cuentan con esta medida defensiva no reciben nunca ofertas de adquisición y por tanto están completamente protegidas de ser adquiridas. No obstante, esto no es así debido a que la existencia de una poison pill no faculta al órgano de administración para rechazar indiscriminadamente cualquier oferta⁴⁷. Es por ello por lo que las poison pill han de ser en todo caso redimibles, de modo que si se formula una oferta atractiva para la sociedad se permita a los accionistas aceptarla.

Por otro lado, tener la capacidad de adoptar medidas defensivas permite a los administradores buscar nuevos oferentes que estén dispuestos a pagar una prima más alta de la propuesta por el adquirente hostil. En este caso, para justificar que pueden obtener un valor más alto, los

⁴⁴ “Takeover defense: mergers and acquisitions”. *Op. cit.*, capítulo 5.02. p. 1.

⁴⁵ *Op. cit.*, p. 2.

⁴⁶ Kitchen, J. / Varallo, G. / Alicks, F., “*Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.*: A Case Study on the Use (and Usefulness) of Experts in Delaware Corporate Litigation”. Disponible en <https://apps.americanbar.org/buslaw/blt/content/2010/10/0001c.pdf> (última vez visitado 25 de marzo de 2019). P. 2.

⁴⁷ Así lo determinó la Corte Suprema de Delaware en el caso “*Moran vs Household Intern., Inc.*” 500 A.2d 1346, 1354 (Del. 1985).

administradores han de demostrar que la sociedad vale más y que existen postores dispuestos a pagar dicho precio, lo cual no siempre es tarea fácil. Sin embargo, aunque en un principio los administradores no encuentren otros oferentes, diversos estudios constatan que normalmente tras un tiempo consiguen dar con ellos⁴⁸.

Probablemente, el mayor problema de conceder a los administradores la facultad de adoptar medidas defensivas antiOPA lo encontramos en aquellos casos en los que las utilizan para oponerse a ofertas no coercitivas.

En efecto, en ocasiones las ofertas presentadas contienen una prima considerable sobre el valor de mercado de las acciones y, a pesar de ello, los administradores las rechazan argumentando que el valor de la sociedad es aún mayor o que, simplemente, la sociedad no está venta y la estrategia a largo plazo de la empresa hará que ese valor se incremente. Naturalmente, a los administradores no les resulta para nada sencillo defender y justificar estas afirmaciones. Normalmente, los administradores basarán sus argumentos en que tienen información confidencial sobre la sociedad, en el éxito futuro de sus planes estratégicos o en la valoración de los activos sociales hecha por un experto. No obstante, estos argumentos que se sostienen sobre la idea del valor intrínseco de la sociedad son a veces delicados por cuanto precisamente la razón por la que los accionistas quieren vender sus acciones es porque no confían en las estrategias de inversión de los administradores⁴⁹.

La solución a este problema, bajo la doctrina de *Unocal*, la encontraríamos en que estas ofertas no coercitivas no suponen una amenaza para los intereses societarios y por tanto las medidas de defensa no estarían justificadas. Sin embargo, delimitar la línea de separación entre qué supone una amenaza y qué no no es sencillo en ocasiones, por lo que puede ocurrir que finalmente la existencia de estas medidas acabe por perjudicar a los accionistas en determinados casos.

Podemos concluir que las medidas defensivas ante ofertas públicas de adquisición en Estados Unidos resultan altamente eficaces por cuanto prácticamente impiden que una sociedad sea adquirida de manera hostil⁵⁰. De esta manera, una sociedad que cuente con una poison pill u

⁴⁸ Gilson, R. / Kraakman, R., “Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review”, 44 Bus. Law. 247 (1988), p. 261.

⁴⁹ “Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review” *Op. cit.*, p. 262

⁵⁰ Aunque un accionista (o un grupo de accionistas) también puede incentivar un cambio de control en la sociedad mediante los conocidos como ‘proxy contests’, en los que se busca la aglomeración de votos para lograr una renovación del órgano de administración.

otro mecanismo de defensa se asegurará que los potenciales adquirentes tengan que negociar previamente con el órgano de administración una posible oferta pública de adquisición. Además, con la existencia de medidas de defensa se concede más tiempo a los administradores para buscar ofertas competidoras que mejoren la primera propuesta. Dicho esto, se ha de reconocer que, en ocasiones, dar libertad de defensa a los administradores puede terminar siendo dañino para los accionistas. Esto ocurrirá cuando se presente una oferta atractiva y los administradores la rechacen y actúen de manera deshonesto para conservar el cargo (aunque para evitar esto los accionistas tienen la posibilidad de acudir a la vía judicial y demandar al consejo por incumplimiento de sus deberes fiduciarios).

5. ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE AMBOS SISTEMAS JURÍDICOS

Una vez estudiadas las posibilidades de defensa que se conceden a los órganos de administración que enfrentan ofertas públicas de adquisición en España y en Estados Unidos⁵¹ conviene realizar un análisis comparativo de ambos sistemas.

En España, como hemos visto, se ha optado desde que se comenzó a regular el mercado de valores por exigir legalmente la pasividad del consejo de administración de las sociedades que confrontan ofertas públicas de adquisición. Esta regla de pasividad supone reducir prácticamente a cero la capacidad de los administradores para oponerse a una oferta que consideren hostil.

Si bien es cierto que el legislador⁵² ha concedido dos “excepciones” (la búsqueda de ofertas competidoras y someter a la votación de la junta de accionistas la adopción de medidas de defensa) a la limitación de actuación del órgano de administración, en la práctica estas disposiciones no amplían básicamente nada las posibilidades de defensa y la capacidad negociadora de los administradores.

En lo que respecta a la búsqueda de ofertas competidoras, la realidad es que el breve plazo de aceptación de las ofertas públicas de adquisición establecido legalmente⁵³ -entre quince y setenta días naturales- provoca que la capacidad que tienen los administradores para encontrar

⁵¹ Refiriéndonos principalmente al estado de Delaware, que es sobre el que hemos focalizado el estudio y sobre el que se basa el núcleo del derecho de sociedades norteamericano.

⁵² Aunque realmente la razón por la que se introdujeron estas disposiciones en nuestra legislación fue para realizar una transposición adecuada de la Directiva 2004/25/CE.

⁵³ Real Decreto 1066/2007. *Op. cit.*, artículo 23.1.

nuevos oferentes quede muy reducida. Además, como es el oferente quien determina el plazo de aceptación, se le da oportunidad para establecer el más bajo posible y así evitar cualquier tipo de disputa con otro postor por la sociedad.

En Estados Unidos, como se ha estudiado, el papel de los administradores de una sociedad opada cuya venta o disolución es inminente también está limitado, en este caso jurisprudencialmente. De este modo, se establece que en estos casos el órgano de administración tendrá que asumir una función neutral y limitarse a buscar la oferta más atractiva para los accionistas. Sin embargo, aunque este mandato de neutralidad sea similar al deber de pasividad que pesa sobre los administradores en el sistema español, la diferencia fundamental respecto a la regulación estadounidense reside en que en esta no se impone al consejo de administración un límite de plazo para buscar nuevas ofertas y negociar con los diferentes postores primas más altas⁵⁴.

En cuanto a la posibilidad que se le da a los administradores de proponer a los accionistas la adopción de medidas de defensa, se intenta que ante todo sean los accionistas los que decidan sobre el futuro de la sociedad, en una suerte de principio democrático llevado al extremo⁵⁵. Sin embargo, el hecho de que la responsabilidad de adoptar medidas antiOPA recaiga en los accionistas puede conllevar en ocasiones problemas de independencia más grandes que si la decisión la tomara el órgano de administración.

En este sentido, podemos prestar atención brevemente a la oferta pública de adquisición que ha formulado recientemente el fondo de inversión luxemburgués LetterOne sobre las acciones de la sociedad DIA. El fondo, que presentó ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores una oferta voluntaria por todas las acciones de las que no es titular (un 70,9%), condicionó la adquisición de los valores (además de a un nivel de aceptación mínima) a que DIA no emitiera ninguna acción u otros valores convertibles hasta que se conociera el resultado de la oferta, y expresó su intención de llevar a cabo una ampliación de capital de 500 millones euros en caso de declararse el resultado positivo de la OPA⁵⁶. Ante esta situación, el órgano de administración

⁵⁴ Esto es así porque se le da la posibilidad a los administradores de amenazar con la activación de la poison pill mientras buscan nuevos oferentes, aunque de todos modos se entiende que no pueden permanecer alegando indefinidamente que están buscando mejores ofertas.

⁵⁵ De hecho, ni siquiera este argumento de ‘democracia’ se sustenta. Haciendo una analogía con el sistema político, los ciudadanos (en este caso los accionistas) eligen a sus representantes (aquí los administradores) para que sean éstos últimos los que tomen las decisiones en representación de aquellos. Por tanto, parecería lógico que la decisión de tomar medidas de defensa recayera en los administradores, que ya fueron elegidos democráticamente por los accionistas.

⁵⁶ “Anuncio previo de la solicitud de autorización de la oferta pública voluntaria de adquisición de L1R INVEST1 Holdings S.À R.L. sobre las acciones de Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”, de 5 de febrero de

de DIA (que desde el comienzo expresó su rechazo ante la oferta calificándola de hostil) propuso también realizar un aumento de capital -en esta ocasión de 600 millones- para así frenar la oferta pública de adquisición de LetterOne y no ceder el control de la sociedad.

Por lo tanto, en la junta general posterior a la presentación de la oferta los accionistas de DIA debían votar si preferían la ampliación de capital propuesta por LetterOne o la propuesta a modo de medida defensiva por parte del órgano de administración. La votación, crucial para el resultado final de la OPA, estaba condenada a favorecer la ampliación propuesta por el fondo de inversión y rechazar la del órgano de administración debido a que el 29,1% del total de las acciones estaban bajo control de LetterOne. Finalmente así ocurrió: la junta de accionistas aprobó el aumento de capital propuesto por la sociedad oferente⁵⁷ dejando prácticamente sin opciones de defensa al órgano de administración de DIA.

Este caso ilustra la contradicción que ocurre en determinadas ocasiones al darse todo el poder a la junta general de accionistas para adoptar medidas de defensa. De esta manera, en aquellos casos en los que la entidad que realiza una oferta pública de adquisición ya cuenta en el momento de formularla con un elevado porcentaje de las acciones de la sociedad opada, cabe preguntarse el sentido que tiene someter a votación de la junta general la decisión de activar medidas defensivas, por cuanto irremediamente el oferente influenciará dicha votación en gran medida. Por lo tanto, hay que subrayar la evidente ineffectividad de permitir que sea la junta general que decida sobre las posibles medidas de defensa ante una OPA cuando el adquirente ya es titular de un gran número de acciones en la sociedad.

Una posible y lógica solución a este manifiesto problema de imparcialidad en la votación de la junta general podría ser no permitir votar en la misma a aquel adquirente que cuente con acciones en la sociedad opada. De esta forma se lograría impedir que el oferente haga presión desde dentro torpedeando la adopción de medidas de defensa que pudieran poner en peligro el éxito de su oferta.

Volviendo a la regulación estadounidense, recordamos que la libertad de defensa otorgada al órgano de administración está sujeta a que las medidas sean adoptadas en todo caso en

2019. Disponible en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores <https://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={90dee69e-1d89-435d-b276-0800e2a95fb9}> (última vez visitado 28 de marzo de 2019)

⁵⁷ Acuerdo de la Junta General de Accionistas de la Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. de fecha 20 de marzo de 2019. Disponible en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores <https://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={cbeb6060-4e1e-46ce-995c-176b3a51f0ce}> (última vez visitado 28 de marzo de 2019)

respuesta a una amenaza real para los intereses de la sociedad (así como a que dichas medidas sean razonables y no coercitivas). De esta manera, observamos que la facultad de defensa concedida a los administradores está justificada no para proteger únicamente a los accionistas de una oferta hostil sino en amparo de la sociedad en su conjunto, teniendo en cuenta especialmente las futuras estrategias que sobre la misma puedan existir. A pesar de que esta argumentación difícilmente encontraría apoyo en nuestro país, hay ocasiones en las que sí se deberían valorar otros intereses distintos a los de los accionistas. Así ocurriría especialmente en aquellos casos en los que la oferta pública de adquisición fuera formulada por “tiburones”.

Como hemos comentado en páginas anteriores, estos tiburones se aprovechan de la mala situación financiera de una sociedad y, gracias al mecanismo de las OPAs, la adquieren con el único fin de llevar a cabo su liquidación inmediata. De esta manera, prestando atención solamente a los intereses de los accionistas, se podría ver como buena una OPA presentada por una de estas entidades tiburón en la que se ofreciera una atractiva prima de compra. Sin embargo, atendiendo a un interés más general de la sociedad opada, nos encontramos rápidamente con que dicha operación podría resultar altamente perjudicial para otro tipo de colectivos relacionados directamente con la sociedad como pueden ser los empleados, proveedores, acreedores...

Por lo tanto, debemos resaltar nuevamente el olvido -involuntario o voluntario- que tuvo el legislador sobre el resto de personas afectadas por el resultado de una oferta pública de adquisición. En este sentido, es de fácil argumentación sostener que, mientras una de las razones principales por las que se defiende el deber de pasividad del órgano de administración es para que no actúen únicamente en su propio beneficio, es más que probable (e incluso lógico) que los accionistas a los que se proponga una OPA con una prima llamativa acepten la oferta sin tener en cuenta otros intereses distintos a los suyos. A fin de resolver este problema, se podría optar por ampliar la capacidad negociadora del órgano de administración de un modo parecido a lo visto en el caso de *Revlon*, pero en lugar de imponer a los administradores la labor de buscar ofertas competidoras que únicamente maximicen la ganancia de los accionistas se les ordene buscar ofertas que vayan a ser más satisfactorias para el conjunto de la sociedad.

Por último, analizando la permisibilidad que se da en el sistema norteamericano al órgano de administración de adoptar medidas de defensa que sean razonables, proporcionales a la amenaza enfrentada y no coercitivas, cabe preguntarse si esta es la mejor manera de afrontar OPAs hostiles.

Para defender que así es, podemos volver la vista nuevamente de manera sucinta al caso de Endesa. Como observamos previamente, el órgano de administración de Endesa no estaba dispuesto a que la sociedad fuera adquirida por ningún motivo por Gas Natural. Con este objetivo, los administradores optaron por estrategias defensivas un tanto polémicas como recurrir en numerosas ocasiones a la vía judicial para suspender la OPA o dar publicidad negativa sobre Gas Natural para influenciar la opinión de los accionistas.

Por lo tanto, viendo que cuando una sociedad realmente quiere evitar a toda costa ser adquirida por una determinada entidad utiliza todo tipo de maniobras para que eso no ocurra (y comúnmente lo logra), es lícito cuestionarse si no sería más apropiado conceder a las sociedades posibilidades de defensa o, al menos, ampliar la capacidad de negociación del órgano de administración para encontrar mejores ofertas⁵⁸.

5.1. Posible Ampliación de las Posibilidades de Defensa en la Regulación

Española

Aunque ya hemos realizado una exposición general de algunas posibilidades de defensa que podría convenir otorgar a los administradores de la sociedades cotizadas españolas, corresponde para terminar este trabajo agrupar dichas posibilidades beneficiosas y, más importante, la manera específica en la que se podría encontrar encaje a ese aumento de posibilidades de acuerdo a nuestra legislación actual.

En primer lugar, hay que tener presente que la única medida de defensa (que, por otro lado, es también la única que hemos estudiado un poco más a fondo) que podría tener cabida en nuestro ordenamiento sin causar una ‘revolución’ inmensa sería la poison pill, por cuanto la posibilidad de adoptarla no conlleva en sí misma ninguna alteración de la realidad de la sociedad más allá de servir como protección ante posibles ofertas públicas de adquisición hostiles. Como hemos apreciado, las poison pills no se activan prácticamente nunca, por lo que el efecto perjudicial que su activación causaría en las acciones de la sociedad no se produce.

⁵⁸ De hecho, en el caso de Endesa la sociedad fue adquirida finalmente por Enel y Acciona, por lo que vemos que el hecho de que un órgano de administración rechace frontalmente una primera oferta no significa que la sociedad no pueda ser adquirida más tarde por un nuevo oferente. Además, el precio por acción finalmente pagado por Enel y Acciona fue de 40,1 euros, muy superior al presentado inicialmente por Gas Natural de 21,3 euros la acción.

Otras posibles medidas de defensa son del todo inviables bajo el régimen existente de las sociedades cotizadas en España. Por ejemplo, la medida defensiva más utilizada en las sociedades estadounidenses junto a las poison pills es la de tener una “staggered board” (consejo de administración escalonado), mecanismo mediante el cual las sociedades determinan que los administradores se relevarán en tres periodos diferentes, de manera que no sea posible cesar a todos ellos en un mismo momento -lo cual dificulta naturalmente una eventual toma de control. Esta medida no tendría cabida de ninguna forma en nuestro ordenamiento por cuanto un principio clave del derecho de sociedades español es que los administradores pueden ser cesados en cualquier momento por acuerdo de la junta general⁵⁹.

Respecto a otras medidas prohibidas en nuestra legislación como la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles o activos sociales, es complicado justificar que permitir a los administradores desarrollar este tipo de prácticas podría beneficiar a los accionistas.

En cualquier caso, conviene estudiar los modos particulares por los que se podrían aumentar las posibilidades de defensa de los administradores de las sociedades cotizadas en España.

En este sentido, la opción más realista para llevar a cabo este cambio en nuestra legislación sería dejar en manos de las sociedades la decisión de aplicar o no el deber de pasividad de los administradores. Entendiendo que es inviable que se elimine por completo la disposición legal de limitación de actuación del órgano de administración por cuanto esta siempre ha sido parte fundamental de la regulación de la OPAs en nuestro país, no parece tan descabellado facultar a las sociedades para decidir si quieren que sobre su órgano de administración pese esta limitación.

Es cierto que la regulación ya permite que los administradores adopten medidas antiOPA con la autorización de la junta general, pero esta excepción a la regla de pasividad no es muy efectiva por dos motivos. Primero, como hemos visto en el caso de DIA, porque cuando el oferente ya tenga acciones en la sociedad la votación no será íntegra, y, segundo, porque entregar la responsabilidad de adoptar medidas defensivas a los accionistas cuando ya tienen una oferta en mano puede fácilmente hacer que no sean imparciales en su decisión.

Por lo tanto, parece conveniente que la decisión sobre el deber de pasividad de los administradores tenga que ser tomada por los accionistas en junta general, pero en lugar de llevar a cabo la elección tras la presentación de la OPA, se permita a los accionistas decidir en

⁵⁹ Ley de Sociedades de Capital, artículo 223.1.

un momento anterior si quieren permitir al órgano de administración emplear medidas de defensa contra OPAs eventuales.

De esta manera, se respetaría el poder de decisión de los accionistas y la igualdad de trato entre ellos, al mismo tiempo que se permitiría a los administradores gestionar con tiempo la posible adopción de estrategias defensivas.

Además, esta propuesta no vulneraría las disposiciones de la Directiva comunitaria de ofertas públicas de adquisición, ya que esta precisamente faculta a los Estados miembros para no requerir a las sociedades la aplicación del deber de pasividad del órgano de administración si estas así lo deciden en junta general.

Por otro lado, para tener la posibilidad de implementar una poison pill y poder amenazar con activarla ante OPAs hostiles, los órganos de administración necesitarían tener la facultad de realizar una ampliación de capital sin requerir la autorización de la junta general de accionistas. Esto no causaría mayor problema por cuanto esta posibilidad ya está prevista en nuestra Ley de Sociedades de Capital, permitiéndose a la junta general delegar en los administradores la facultad de acordar aumentos de capital sin previa consulta a la junta durante un periodo máximo de cinco años⁶⁰.

Otra medida que se podría adoptar para evitar que ocurran ofertas públicas de adquisición coactivas sería el aumento de la capacidad de negociación del órgano de administración de la sociedad que se pretende adquirir. En línea con lo comentado anteriormente, mediante la mejora de la capacidad negociadora de los administradores se evitaría que los accionistas se vieran obligados a aceptar ofertas coercitivas para no verse acorralados en la sociedad con el adquirente. De esta manera, de no considerarse oportuno conceder a las sociedades la facultad de decidir si adoptar medidas de defensa, podría estudiarse dar al menos a las sociedades una mayor capacidad negociadora en el ámbito de las ofertas públicas de adquisición.

Así, podría resultar beneficioso para los intereses de los accionistas de sociedades opadas que se incrementaran los actuales límites de aceptación de la oferta. Si bien la legislación ya reconoce la facultad (o incluso deber, como hemos visto antes) de los administradores de buscar ofertas competidoras, lo cierto es que si el oferente fija el plazo de aceptación mínimo de quince días parece prácticamente imposible que el órgano de administración tenga tiempo suficiente para ir en busca de nuevos postores. Por lo tanto, una posible solución a este problema sería

⁶⁰ Ley de Sociedades de Capital, artículo 297.1.b).

permitir a la sociedad sobre la que pese la oferta retrasar por un determinado tiempo el plazo de aceptación de la OPA cuando la considere hostil, para así tener la oportunidad real de negociar otras ofertas más atractivas.

De esta forma, podemos concluir que existen diversas maneras mediante las cuales se podrían incrementar las posibilidades de defensa, en mayor o menor medida, de los órganos de administración de las sociedades opadas en nuestro ordenamiento, todas ellas respetando el principio de igualdad de trato de los accionistas.

6. CONCLUSIONES

Este estudio ha tratado de ofrecer un análisis general del régimen de las posibilidades de defensa concedidas a los administradores de sociedades que enfrentan ofertas públicas de adquisición tanto en España como en Estados Unidos. Mediante la comparación de ambos sistemas, teniendo en cuenta tanto la regulación existente como la realidad práctica, se han podido alcanzar algunas conclusiones al respecto.

En primer lugar, observando la regulación del asunto en ambos ordenamientos, enseguida se aprecia el tratamiento a priori diametralmente opuesto a las posibilidades de defensa de los administradores. Mientras que en el sistema español históricamente se ha optado por limitar cualquier actuación independiente del órgano de administración que pueda entorpecer una OPA, el ordenamiento estadounidense se inclina a permitir a dicho órgano tomar medidas antiOPA valorando su mejor capacidad para evaluar las ofertas (siempre a salvo de un posible control judicial de las medidas adoptadas).

No obstante lo anterior, en este trabajo hemos podido comprobar que, a pesar de esta regulación antagónica, ni en el sistema español los administradores permanecen completamente “pasivos” (como ordena la norma) cuando enfrentan una OPA hostil, ni en el sistema norteamericano los administradores están facultados para adoptar las medidas que convengan en cualquier caso sin enfrentar ninguna consecuencia.

Por otro lado, mediante el estudio doctrinal de diversos autores, hemos apreciado cómo la existencia de medidas de defensa tiende comúnmente a ocasionar que los accionistas de una sociedad que enfrenta una OPA terminen por disfrutar de una prima de venta más elevada que

la inicialmente propuesta. Asimismo, en defensa de ampliar la capacidad de negociación del órgano de administración, hemos razonado su mayor habilidad (respecto a la de los accionistas) para tener en cuenta todos los intereses implicados en una oferta pública de adquisición, especialmente en lo relativo a los empleados de la sociedad y al futuro de la sociedad misma.

Teniendo todo lo anterior presente, y sin obviar que efectivamente en ocasiones los administradores de sociedades estadounidenses sobrepasan sus facultades de defensa y argumentan de manera dudosa la hostilidad de una OPA, debemos concluir que podría resultar conveniente para nuestra regulación de OPAs el aumentar, en cierta medida, las posibilidades de defensa de los órganos de administración.

Dado que, como hemos visto, resulta prácticamente inimaginable que el legislador español se decida por dar un giro completo a la regulación de las ofertas públicas de adquisición y retire íntegramente el deber de pasividad de los administradores de sociedades opadas -cambio que además iría en contra de la directiva europea-, las opciones de ampliar las posibilidades de defensa pasan por realizar pequeños cambios en la legislación que permitan otorgar al órgano de administración cierta capacidad de actuación cuando enfrenten OPAs perjudiciales para los intereses de la sociedad.

Por un lado, una modificación positiva -y posible- sería la de aplicar la disposición opcional del artículo 12 de la Directiva de OPAs y permitir que fueran las sociedades las que decidieran si desean o no que sus órganos de administración estén sujetos al deber de pasividad, de manera similar a lo que ocurre ya con el régimen de neutralización de otras defensas del artículo 29 del Real Decreto de OPAs.

Otro cambio a tener en cuenta, y que no tendría por qué conllevar permitir a los administradores adoptar medidas de defensa, sería dar la posibilidad al órgano de administración de ampliar los plazos de aceptación de una oferta pública de adquisición cuando la consideren hostil, con el simple objetivo de aumentar su capacidad de negociación para encontrar ofertas competidoras más atractivas para los accionistas.

En definitiva, los cambios propuestos con intención de ampliar en cierto modo las posibilidades de defensa de los administradores de las sociedades españolas supondrían la instauración de un sistema 'híbrido' entre la regulación actual de nuestro país y la existente en Estados Unidos, de modo que se incrementaría la capacidad de actuación del órgano de administración pero respetando a su vez la supremacía de los accionistas en la toma de decisiones.

BIBLIOGRAFÍA

- Acuerdo de la Junta General de Accionistas de la Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. de fecha 20 de marzo de 2019. Disponible en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores <https://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={cbeb6060-4e1e-46ce-995c-176b3a51f0ce}> (última vez visitado 28 de marzo de 2019).
- Alfaro Águila-Real, J., “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, <https://es.scribd.com/doc/310497319/El-debate-sobre-las-Medidas-Defensivas-frente-a-una-OPA-hostil> (última vez visitado 22 de marzo 2019).
- Alfaro Águila-Real, J., “Las limitaciones estatutarias al número de votos que puede emitir un accionista”, <https://almacenederecho.org/las-limitaciones-estatutarias-al-numero-votos-puede-emitir-accionista/> (última vez visitado 18 de marzo 2019).
- Allen, T. / Kraakman, R., “Commentaries and Cases on the Law of Business Organization”, 5ª Edición, 2016.
- Anuncio previo de la solicitud de autorización de la oferta pública voluntaria de adquisición de L1R INVEST1 Holdings S.À R.L. sobre las acciones de Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.”, de 5 de febrero de 2019. Disponible en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores <https://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={90dee69e-1d89-435d-b276-0800e2a95fb9}> (última vez visitado 28 de marzo de 2019).
- Aparicio Roqueiro, C., “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”. Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2007.
- Bonell, R., “Manual de Opas”, Difusión Jurídica, Madrid, 2013.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación”

<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/lanual2005.pdf> 2005, Madrid (última vez visitado 25 de marzo de 2019).

- Fernández Torres, I., “Luces y Sombras en la Reforma de OPAs: el Papel de la Junta General en relación con las Medidas Defensivas”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, 2008.
- Fleischer Jr., A / Sussman, A, “Takeover defense: mergers and acquisitions”, capítulo 3.02 “Directors fiduciary duties in takeovers and mergers”. 2010.
- Gilson, R. / Kraakman, R., “Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review”, 44 Bus. Law. 247 (1988).
- Informe de Cuatrecasas, “Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España. Guía práctica.”, 2017,
https://www.cuatrecasas.com//media_repository/docs/eng/flipbook/Una_decada_de_aplicacion_del_actual_regimen_de_OPAs_en_Espana/assets/basic-html/page2.html (última vez visitado 20 de marzo de 2019).
- Institutional Shareholder Services Europe (ISS Europe)/Shearman & Sterling/ECGI, “Report on the Proportionality Principle in the European Union”, 2007 para la Comisión Europea.
- Kitchen, J. / Varallo, G. / Alicks, F., “*Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc.*: A Case Study on the Use (and Usefulness) of Experts in Delaware Corporate Litigation”. Disponible en <https://apps.americanbar.org/buslaw/blt/content/2010/10/0001c.pdf> (última vez visitado 25 de marzo de 2019).
- Moran vs Household Intern., Inc. 500 A.2d 1346, 1354 (Del. 1985).
- Palacín-Sánchez, M., “Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)” Disponible en

https://www.researchgate.net/publication/28079882_Las_ofertas_publicas_de_adquisicion_en_Espana_1991-2002 (última vez visitado 20 de marzo de 2019).

- Paramount Communications, Inc. vs Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989).
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- 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.
- Revlon, Inc. Vs MacAndrews and Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).
- Sánchez Andrés, A., “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, Repositorio Universidad Autónoma de Madrid, 2003.
- Sánchez-Calero Guilarte, J., “El Misterio de las OPAs: Realidad, Doctrina y Regulación”. Contribución a la obra “Estudios del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo”, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia, 2010.
- Sánchez-Calero Guilarte, J., “La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el Principio de Neutralización de Medidas Defensivas”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, 2006.
- Securities Exchange Act of 1934, section 13 (d). Disponible en <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf> (última vez visitado 24 de marzo de 2019).
- Subramanian, G., “Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses”, Yale Law Journal, Vol. 113, Issue 3, 2003.

- Tapia Hermida, A., “El Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones en la Unión Europea y en España”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, 2008.
- Unión Europea. Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.
- Unitrin, Inc. vs American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995).
- Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).