



Facultad de Derecho (ICADE)

**LA RESPONSABILIDAD EN LA QUE INCURREN  
LOS EMISORES DE LOS FOLLETOS OFICIALES  
DE LA CNMV**

Autor: Íñigo Mas Araúz de Robles

5º E3 B

Departamento de Derecho Mercantil

Director: Dr. D. Miguel Martínez Muñoz

MADRID | Junio 2022

## **RESUMEN**

En el marco del estudio y regulación de las ofertas públicas de adquisición se le da una importancia relativamente inferior a las ofertas e instrumentos alternativos que permiten la exclusión de negociación de valores de sociedades cotizadas, con respecto al resto de tipos de opas, especialmente la obligatoria. No obstante, y como se verá en el transcurso del presente trabajo, estas dos técnicas tienen una mayúscula relevancia práctica suponiendo el 62% de las opas autorizadas por la CNMV en los últimos 10 años, habiéndose autorizado un total de 34 opas a través de dichos métodos entre el año 2012 y 2021.

En el presente trabajo se abarcará el estudio y relevancia tanto teórica como práctica de dichas figuras, entrando a valorar los distintos elementos que constituyen su regulación jurídica y los motivos o fundamentos que guían al legislador a adoptar medidas más rigurosas para su regulación.

Asimismo, se hará un extenso examen de la opa llevada a cabo sobre el Grupo Masmovil en el año 2020, entrando a realizar un análisis de todos aquellos puntos en los que puede existir controversia en cuanto al precio ofrecido en dicha oferta y valorando todas aquellas críticas que accionistas minoritarios o distintos autores hayan objetado al respecto.

**PALABRAS CLAVE:** OPA, Masmovil, exclusión, negociación, DCF, precio, equitativo, Lorca, KKR, Cinven, Providence.

## **ABSTRACT**

Within the framework of the study and regulation of takeover bids, relatively less importance is given to the Exclusion Takeover Bids and alternative instruments that allow the delisting of listed company securities than to other types of takeover bids. However, as it will be seen during this paper, these two techniques are of major practical importance, accounting for 62% of the takeover bids authorized by the CNMV in the last 10 years, with a total of 34 takeover bids authorized through these methods between 2012 and 2021.

This paper will cover the study and both the theoretical and practical relevance of these techniques, assessing the different elements that make up their legal regulation and the reasons or foundations that guide the lawmakers to adopt stricter measures for their regulation.

Likewise, an extensive examination will be made of the takeover bid carried out over *Grupo Masmovil* in 2020, analyzing all those points on which there may be controversy regarding the price offered in said bid and assessing all those criticisms that minority shareholders or different authors have objected to in this respect.

**KEY WORDS:** Takeover bid, Masmovil, delisting, negotiation, DCF, price, equitable, Lorca, KKR, Cinven, Providence.

## ÍNDICE

ÍNDICE DE TABLAS.....	1
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	2
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES .....	3
GLOSARIO DE ABREVIATURAS.....	4
CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN.....	5
1.1. Motivación del trabajo .....	5
1.2. Metodología y objetivos .....	6
CAPÍTULO 2. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN.....	7
2.1. ¿Qué es una opa? .....	7
2.2. Tipos de opas .....	7
2.3. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en la UE .....	9
2.4. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en España .....	12
CAPÍTULO 3. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR EXCLUSIÓN .....	17
3.1. Regulación específica de las ofertas de exclusión.....	17
3.2. Régimen de las ofertas de exclusión.....	18
3.3. Excepciones a la obligación de formular un OPA de exclusión.....	21
3.4. Panorama práctico de las opas autorizadas y de las opas de exclusión .....	26
CAPÍTULO 4. OPA DE MASMOVIL .....	30
4.1. Descripción de la operación.....	30
4.2. Clasificación de la oferta .....	33
4.3. Resultado de la oferta.....	34
4.4. Particularidades de la operación .....	35
CAPÍTULO 5. PRECIO DE LA OFERTA .....	36
5.1. Crítica.....	36
5.2. Regulación en la materia.....	37
5.3. Análisis y contraste del precio ofertado con la crítica .....	43

CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES .....	53
CAPÍTULO 7. BIBLIOGRAFÍA .....	57
7.2 Legislación.....	58
7.3 Jurisprudencia .....	59
7.4 Recursos de internet.....	59
7.5 Folletos de opas consultados.....	61
CAPÍTULO 8. ANEXO .....	65
ANEXO 1 .....	65
ANEXO 2.....	66
ANEXO 3.....	67
ANEXO 4.....	68
ANEXO 5.....	68
ANEXO 6.....	69

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Desglose de opas autorizadas antes y después de la Ley 6/2007 .....	15
Tabla 2: Tendencias de las exclusiones de negociación de arts. 10 y 11 RDOPAS (2012-2021).....	29
Tabla 3: Fechas clave alrededor de la opa de Masmovil .....	33
Tabla 4 Métodos de valoración aplicados a Masmovil en el Informe de Valoración ....	44
Tabla 5: Desglose opas autorizadas, opas sin exclusión de negociación y opas de exclusión vía artículos 10 y 11 RDOPAS (2012-2021) .....	66
Tabla 6 Valoración de las opas y sus métodos de valoración entre los años 2018 y 2021 .....	67

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Porcentaje de sociedades excluías vía opa u opa con exclusión subsiguiente vs resto de opas (2012-2021) .....	27
Gráfico 2: Desglose de las exclusiones de negociación a partir de arts. 10 y 11 RDOPAS (2012-2021) .....	28
Gráfico 3: Número de opas autorizadas entre los años 2003 y 2013 .....	65

## **ÍNDICE DE ILUSTRACIONES**

Ilustración 1: Proyecciones CAPEX Masmovil según informe independiente PwC .....	68
Ilustración 2: Proyecciones CAPEX guidance Masmovil 2020 .....	68
Ilustración 3: CAPEX FY21 en presentación de resultados Masmovil .....	69



## **GLOSARIO DE ABREVIATURAS**

OPA: Oferta Pública de Adquisición

RAE: Real Academia Española

CEE: Comunidad Económica Europea

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

LMV: Ley del Mercado de Valores

RDOPAS: Real Decreto de Ofertas Públicas de Adquisición

DDM: *Dividend Discount Model*

NAV: *Net Asset Value*

DCF: Descuento de Flujos de Caja

VTC: Valor Teórico Contable

CAPEX: *Capital Expenditure*

EBITDA: *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*

## CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1. Motivación del trabajo

La comúnmente llamada opa u Oferta Pública de Adquisición es una operación entre sociedades que tiene lugar contadas veces al año, pero que sin lugar a dudas cuando se lleva a cabo despierta un gran interés en la sociedad, colmando los periódicos con titulares y atrayendo la especial atención de aquellos afectados por el proceso o *stakeholders*.

Además, esta figura ha pasado de ser desconocida para mí a ser uno de los términos que más he visto, estudiado y analizado en los últimos 9 meses. Esto se debe a que la estudié en derecho de sociedades a través de la universidad el año pasado, luego mis prácticas de verano fueron en un despacho donde una de las tareas que realicé fue buscar la contraprestación ofrecida en las opas autorizadas de 2015 a 2020, y por último, en las entrevistas que he tenido este último año de carrera siempre era positivo estar al tanto de las operaciones a las que había asesorado la entidad que me entrevistaba y, dentro de éstas, en un gran número de casos figuraba la opa.

Además, debido a las magnitudes de dichas operaciones y a los intereses que pueden tener cada una de las partes no son operaciones que queden exentas de crítica, siendo el precio el elemento de la opa que suele estar en la línea de fuego.

Así, este trabajo de fin de grado me ofrece la oportunidad de poder estudiar muy a fondo una figura que tiene una gran utilidad y atracción en el día a día sobre todo para las profesiones en las que espero trabajar, y que en el último año y medio me ha generado mucha curiosidad y ganas de aprender más sobre la misma.

Por último, destacar que, desde 2020 el gran protagonista del entorno de las opas ha sido Masmovil habiendo sido la sociedad afectada por esta figura en 2020 y, al año siguiente, habiendo utilizado este mecanismo para la adquisición de Euskaltel.

Por todo ello y uniendo todos los ingredientes arriba explicados, el presente trabajo consistirá en formar una perspectiva general de la regulación de opas, especialmente centrada en las opas de exclusión, y una vez hayan quedado claros los conceptos y su regulación, realizar un extenso análisis de la opa sobre Masmovil en 2020 y valorar si las críticas lanzadas en cuanto al precio son o no razonables.

## 1.2. Metodología y objetivos

En el presente trabajo de fin de grado se realizará un estudio y análisis exhaustivo de las opas, en específico de aquellas que tienen por objeto la exclusión de negociación de los valores de la sociedad opada. Más aun, el trabajo se centrará en la regulación del precio ofertado en dichas operaciones y de los métodos de valoración empleados para alcanzar éste, empleando como base el examen y crítica de aquel que se calculó en la opa sobre Masmovil de 2020.

La metodología y objetivos que se perseguirá será la siguiente:

- Aproximación doctrinal al concepto y tipos de opa, así como el estudio de la cronología en su regulación, a modo de establecer un marco general sobre la temática del trabajo de fin de grado.
- Detallado análisis de las opas de exclusión tanto de forma teórica, basándonos en legislación y doctrina que nos permitan asimilar los conceptos, así como de forma práctica, empleando datos obtenidos de los folletos de las opas presentadas en los últimos años que nos brinden una visión general de la posición y relevancia relativa de las opas de exclusión con respecto al resto de opas.
- Estudio de la opa sobre Masmovil en 2020 dividiéndolo en una extensa descripción de la operación, posterior clasificación de la misma dentro de los distintos tipos de opas que existen y, por último, análisis tanto del resultado como de las particularidades de la oferta.
- Investigar sobre las críticas que se han realizado sobre la oferta pública de adquisición, específicamente, todas aquellas que tengan que ver con el precio ofertado o materias similares.
- Contrastar a partir de la regulación que existe sobre el precio en las opas de exclusión y la información contenida en el folleto de opa, la posible vulneración de alguno de los preceptos.
- Alcanzar conclusiones fundadas y valorar la posible adecuación o no de las críticas presentadas, en su caso.

## CAPÍTULO 2. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN

### 2.1. ¿Qué es una opa?

La Oferta Pública de Adquisición u opa es un negocio a partir del cual una o varias personas físicas o jurídicas realizan una oferta por la totalidad de las acciones o títulos que representen valor de una sociedad cotizada, a cambio de una contraprestación que suele ser dineraria, aunque cabe la posibilidad de que sea a través de acciones (CNMV, 2009).

Otros autores como RECALDE CASTELLS definen la opa de la siguiente manera: “*la propuesta de contrato que se dirige a los accionistas de una sociedad anónima cuyo objeto es adquirir todas o una parte de sus acciones u otros valores con derecho de voto*”<sup>1</sup>.

Un detalle que mencionar es que como la sigla OPA puede leerse como una palabra normal y su uso se extiende en el idioma debido a la popularidad de esta figura, se ha procedido a la lexicalización de la misma<sup>2</sup> y la Real Academia Española, la recoge en minúscula desde 2001 (Gallego, 2017). Por ello, no se extrañen si durante el transcurso del trabajo el término opa aparece en minúscula pues es lo correcto y recomendado por la Academia. Asimismo, la definición de opa que recoge la RAE es: “*Oferta pública dirigida a los socios de una compañía cotizada en bolsa proponiéndoles la adquisición de sus acciones en plazos y condiciones determinadas*”<sup>3</sup>.

### 2.2. Tipos de opas

Dentro del marco regulatorio de las ofertas públicas de adquisición se pueden distinguir cuatro tipos, donde cada uno cuenta una finalidad y características distintivas. Así, desde la perspectiva teórica los dos tipos de oferta de mayor relevancia son la OPA obligatoria y la OPA voluntaria<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> RECALDE CASTELLS, A., “Régimen jurídico de las OPAS. Concepto, función económica y principios de la ordenación”, en Juste Mencía, J. y Recalde Castells, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.27.

<sup>2</sup> Otros ejemplos de siglas que han pasado a ser un sustantivo común por lo que se escriben en minúscula pueden ser: ovni o sida, entre otros.

<sup>3</sup> REAL ACADEMIA ESPAÑOLA: *Diccionario de la lengua española*, 23.<sup>a</sup> ed., [versión 23.5 en línea]. <<https://dle.rae.es>> [2 de junio de 2022].

<sup>4</sup> Cfr. FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas, 2017.

La **opa obligatoria** se basa en la idea de que existen una serie de supuestos donde se alcanza el control<sup>5</sup> de una sociedad cotizada por lo que resulta obligatorio lanzar una opa por el total del capital de la sociedad a un precio equitativo. Esta figura se regula en aras de garantizar y satisfacer una igualdad de trato de todos los accionistas, pudiendo cada uno de ellos beneficiarse de la posible prima de control.

Este control sobre una sociedad cotizada puede alcanzarse de distintas maneras y desencadena una clasificación secundaria<sup>6</sup> que se subsume dentro de las opas obligatorias<sup>7</sup>:

- Opa por adquisición: ocurre cuando por la adquisición directa, indirecta o sobrevenida de valores, usualmente acciones, que confieran derechos de voto en una sociedad determinada, se alcance un porcentaje de este tipo de derechos superior al 30%.
- Opa por designación: supuesto que se cumple cuando se adquiere un porcentaje de derechos de voto inferior al 30% y en los 24 meses siguientes designa a un número de consejeros que acumulándolos a los que ya había designado anteriormente, representen la mayoría de los integrantes del órgano de administración.
- Opa por concertación: supone que se supere el umbral del 30% de los derechos de voto de forma concertada a través de pactos para sociales.

Como contraposición, se encuentran las **opas voluntarias** las cuales no se formulan por obligación legal, sino que poseen un carácter facultativo sin existir requisitos en cuanto al precio y pudiendo el que realiza la oferta establecer determinadas condiciones<sup>8</sup>.

En un segundo plano, pero de gran relevancia en la práctica están la **opa de exclusión**, figura sobre la cual gira el presente trabajo y que se explicará con exhaustividad más adelante y la **opa de reducción** donde en aras de garantizar la igualdad entre todos los

---

<sup>5</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 2.833-28.

<sup>6</sup> Cfr. FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas, 2017

<sup>7</sup> TAPIA HERMIDA, A., “Las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores”, en CAMPUZANO, A., CONLLEDO LANTERO, F. y PALOMO ZURDO, R.J., *Los Mercados Financieros*. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 867-890.

<sup>8</sup> Cfr. FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas, 2017

accionistas, se realiza una oferta por parte de una sociedad de sus acciones propias para después amortizarlas y así alcanzar una reducción de capital<sup>9</sup>.

### 2.3. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en la UE

El camino hasta conseguir una regulación a nivel comunitario de la opa ha sido lento y complicado, contado con muchos obstáculos y dificultades dada la discrepancia y distintas perspectivas que los estados miembros tenían en cuanto a esta figura.

El espíritu y afán de la UE de lograr el Mercado Único Europeo fue el primer paso que aproximó a las opas a una regulación comunitaria, pues para lograr dicho mercado único se requerían ciertos requisitos como la integración del mercado financiero o la necesidad de fortalecer el control de sociedades. Así, para alcanzar lo fines anteriores resultaba de gran interés una regulación armonizada de las opas<sup>10</sup>.

El profesor británico Robert R. Pennington de la Universidad de Birmingham en 1974, llevó a cabo la primera manifestación de este proceso de armonización, pues la CEE advirtió que el acelerado ritmo de combinaciones, fusiones y adquisiciones de empresas en la época estaba despertando un alto y precipitado interés en la ofertas públicas de adquisición y sobre todo en los instrumentos de defensa ante una OPA, por lo que recurrieron a PENNINGTON para que realizara un estudio de análisis del *passivity rule* del Código Civil inglés, donde analizó, punto por punto, cada uno de sus 25 artículos en la obra: “*Report of takeover and other Bids*”. Éste fue considerado por muchos autores como el primer proyecto de Directiva de la UE<sup>11</sup>.

La segunda manifestación de este proceso de armonización tiene lugar en a partir de la presentación del Libro Blanco “La Consecución del Mercado Interior”<sup>12</sup> en junio de 1985 en el Congreso de Milán, cuyo fin principal era resaltar los obstáculos que no permitían la consecución de un mercado único europeo y establecer un calendario para lograr su

---

<sup>9</sup> Cfr. FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas, 2017.

<sup>10</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 2.825

<sup>11</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El Precio equitativo en una OPA”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.262.

<sup>12</sup> Decisión del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se adopta el Informe anual sobre la situación económica de la Comunidad y se establecen las orientaciones de política económica para 1986 (DOUE 31 de diciembre de 1985)

implementación. Así, identificaba como uno de los impedimentos al mercado único, el hecho de que la normativa de opas no se encontrara armonizada.

Posteriormente, en los años 1988, 1996 y 2002 se presentaron sucesivas propuestas de Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de derecho de las sociedades, en lo relativo a las ofertas públicas de adquisición.

Las propuestas mencionadas fueron rechazadas principalmente por tres motivos: el primero, la heterogénea regulación vigente en los distintos EM en cuanto a la OPA obligatoria donde Estados como España se oponían a la rigidez de dicha figura, velando y actuando en favor de la opa voluntaria y parcial. El segundo motivo, la existencia de serias discrepancias dentro de las regulaciones de los distintos EM en cuanto a las formas y posibilidades de actuación del órgano de administración de la sociedad opada, específicamente, de su deber de pasividad desde el anuncio público de presentación de la opa. El tercero y último punto era, la mayor o menor protección de los empleados de la sociedad que era objeto de la opa<sup>13</sup>.

Cabe destacar que la propuesta de 2002 se quedó a las puertas de ser aprobada, pues no salió adelante en su última lectura donde el resultado de la votación parlamentaria fue de 273 votos tanto a favor como en contra, por lo que el texto no pudo seguir su tramitación<sup>14</sup>. Sin embargo, dado el crecimiento de transacciones que se estaba produciendo y a la necesidad de lograr la armonización dentro de la regulación de las opas, se encargó un estudio a un grupo de expertos en derecho societario liderados por el jurista holandés Jaap Winter, quién realizó el Informe Winter, que servía de guía para determinar las líneas generales a seguir para lograr la armonización de dicha regulación, además de evaluar la conveniencia de establecer unas reglas de juego uniformes para las opas a nivel comunitario<sup>15</sup>.

Siguiendo las líneas dictadas por el Informe Winter<sup>16</sup>, unido al anhelo de los operadores financieros de la existencia de un criterio único para simplificar aquellas operaciones que se veían afectadas por diversas jurisdicciones, y sobre todo, el recelo que existía alrededor

---

<sup>13</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 2.826

<sup>14</sup>FERNÁNDEZ, M., 2006. *OPV de Vocento*. [En línea] Expansion.com. Disponible en: <<https://www.expansion.com/especiales/leydeopas/nuevasreglascap1.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

<sup>15</sup> DÍAZ MORENO, A., “La neutralización de las medidas de defensa anti-OPA”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.513.

<sup>16</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, p. 2.826

de aprobar una directiva de opas que llevaba forjándose durante casi dos décadas, hicieron que esta posibilidad se hiciera realidad, en concreto, el 21 de abril de 2004 cuando se aprobó la Directiva 2004/25/CE relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, la cual denotaba una clara influencia británica y de los principios del *City Code*<sup>17</sup>.

La tan ansiada Directiva 2004/25/CE cuenta con 23 artículos teniendo como principal ventaja el hecho de otorgar a los distintos Estados Miembros un *same level playing field*, es decir, un espacio donde los operadores económicos de los distintos Estados Miembros podían basarse en las mismas reglas de juego<sup>18</sup>.

Sus ingredientes principales fueron establecer un sólido régimen de protección a los accionistas minoritarios mediante la limitación de los blindajes estatutarios u otras medidas defensivas que puedan suponer abusos de poder de los accionistas más representativos y, sobre todo, mediante una restrictiva regulación del precio equitativo<sup>19</sup>. Así como, basar el contenido del texto en una serie de principios generales recogidos en su artículo 3, entre los que se encuentran: (i) la igualdad de trato entre los accionistas, (ii) un amplio derecho de información a los mismos para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa, (iii) así como la no obstaculización de la operaciones y actividades diarias de la sociedad por un tiempo excesivo a causa de la opa<sup>20</sup>.

Destaca, a su vez, la regulación del insigne derecho de exclusión de accionistas minoritarios (“*squeeze out*”), donde en el caso de que el porcentaje de aceptación de una opa sea superior al 90%, los oferentes pueden exigir a los inversores que no hayan aceptado la oferta la venta de sus acciones. En contraste, también se regula la misma situación a la inversa, a través del derecho de exclusión de los accionistas minoritarios

---

<sup>17</sup> RECALDE CASTELLS, A., “Régimen jurídico de las OPAS. Concepto, función económica y principios de la ordenación”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.37.

<sup>18</sup> RECALDE CASTELLS, A., “Régimen jurídico de las OPAS. Concepto, función económica y principios de la ordenación”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.37.

<sup>19</sup> TAPIA HERMIDA, A. “Las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores”, en CAMPUZANO, A., CONLLEDO LANTERO, F. y PALOMO ZURDO, R.J., *Los Mercados Financieros*. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 867-890.

<sup>20</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 2.827-2829.



(“*sell out*”), donde si se alcanza dicho umbral de un 90% de aceptación, los accionistas pueden exigir que el nuevo o nuevos accionistas mayoritarios les compren sus títulos<sup>21</sup>.

Por último y como se mencionaba con anterioridad, debido a la necesidad y anhelo de aprobación de la directiva, ésta incluye un sistema de reservas en favor a los distintos estados, en particular, sus artículos 11 y 12 en materia de las medidas defensivas de los accionistas frente a las opas. Por ello, el espíritu de armonización se ve en cierto modo mermado calificando determinados autores a la presenta directiva como un “acuerdo de mínimos”<sup>22</sup> y en cuanto al proceso de armonización de esta se la bautiza como una “armonización disgregante”<sup>23</sup>. Así esta transposición que permite la directiva se analizará en el próximo apartado.

#### **2.4. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en España**

Para una mejor comprensión de la regulación de las opas dentro del territorio nacional se procederá a separar el proceso seguido en dos etapas divididas por la aprobación de Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV de 1988, en cuanto al régimen de la opa y de transparencia de los emisores

##### *i. Etapa anterior a Ley 6/2007*

A principios de la década de los 70, empezó a plantearse la idea de las opas como instrumento para la afiliación de sociedades. La regulación con un vínculo más estrecho a la materia de opas venía contenida en el Reglamento de Bolsas de Comercio, aprobado por el Decreto 1506/1967 de 30 de junio, que venía regulando el procedimiento a seguir en caso de demandas y ofertas consideradas excepcionales por razón de cuantía u finalidad social. Resultando este reglamento insuficiente para regular las opas, se aprueba en 1980 el RD 1848/1980 sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, con el fin de regular aquellas ofertas consideradas como excepcionales y que dada su potencial repercusión relevante sobre el accionariado de la sociedad y sobre el interés público o el de los accionistas minoritarios, debían de poseer una regulación aparte que

---

<sup>21</sup> Art 47. 1 Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. (BOE 13 de agosto de 2007)

<sup>22</sup> DE CARLOS, L., "Directiva de OPAS", en AA.VV., *Estudios sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, t. II, Madrid, 2004, pp. 231-232.

<sup>23</sup> SÁNCHEZ-CALERO, J., “La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas”, *Documentos de Trabajo del departamento de Derecho Mercantil*, n. 3, 2006.

ofreciera una mayor protección a las partes interesadas<sup>24</sup>. Este RD posee un gran valor, pues pese a ser derogado por el RD 279/1984 para dotar de mayor fidelidad a la regulación de las opas, supone la primera regulación directa de esta figura en el estado español<sup>25</sup>. La crítica principal a ambos textos legales era su interés exclusivo de la opa como herramienta contractual para la adquisición de acciones, olvidándose de los aspectos relativos a su uso como técnica o instrumento para llevar a cabo cambios de control<sup>26</sup>.

Los primeros antecedentes a la regulación vigente son los Reales Decretos explicados en el párrafo anterior, sin embargo, los precedentes más inmediatos al sistema actual residen en la Ley de Mercado de Valores 24/1988, que regula en su artículo 60, la opa obligatoria. Su desarrollo reglamentario se encuentra reflejado en el Real Decreto 1197/1991, el cual debido a la dificultad de regular la materia fue modificado en los años 1994, 1998, 1999, 2001 y 2003, hasta finalmente ser derogado en 2007, por el Real Decreto 1066/2007<sup>27</sup>.

Lo que resalta dentro de esta primera etapa, antes de la entrada en vigor de la ley 6/2007, era cómo la regulación de la OPA obligatoria giraba en torno a un sistema de oferta intencional, parcial y *a priori*, lo que significaba que, si uno o varios oferentes tenían la intención de obtener el control de una sociedad, tenían disponible como herramienta o método la formulación de una opa. Además, la oferta no necesariamente debía ser sobre la totalidad del capital social<sup>28</sup> y existía libre determinación del precio por parte del oferente. Así, la opa precede al control, de ahí que se la pueda denominar: opa previa o *a priori*<sup>29</sup>.

---

<sup>24</sup> Cfr, Exposición de Motivos del Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios (BOE 19 de septiembre de 1980).

<sup>25</sup> CARRETERO, E., 2007. *La nueva ley de opas*. [En línea] Expansion.com. Disponible en: <<https://www.expansion.com/especiales/leydeopas/posteriori.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

<sup>26</sup> RECALDE CASTELLS, A., “Régimen jurídico de las OPAS. Concepto, función económica y principios de la ordenación”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.35.

<sup>27</sup> Cfr, Análisis BOE del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 2 de agosto de 1991)

<sup>28</sup> En este sentido, la OPA era habitualmente parcial, donde para asegurar a los accionistas un trato igual, la oferta se lanzaba a todos ellos y cuando las aceptaciones superaban al número de acciones al que se había dirigido la oferta, se realizaba un prorrateo.

<sup>29</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 2.827-2829.

ii. *Etapa posterior a la Ley 6/2007*

A partir del 13 de agosto de 2017, entra en vigor la Ley 6/2007 que modifica la mencionada LMV 24/1988 dando un vuelco a la regulación de las opas y a la transparencia de sus emisores. Así comienza la segunda etapa, produciéndose la transposición de la Directiva 2004/25/CE y llevándose a cabo el tránsito de la opa *a priori* y parcial a la opa *a posteriori* y total. Así, dentro de las consecuencias principales de esta transición se encuentra, en primer lugar, la obligación de que en la oferta exista un precio determinado, en particular, el precio equitativo en aras de garantizar el principio de paridad de trato de los accionistas, *ratio* última por la que existe su regulación. Secundariamente, se plasma la obligación de realizar la oferta sobre la totalidad del capital social de la empresa objetivo, y, por último, el hecho de adquirir el control ya sea de forma directa, indirecta o sobrevenida, da lugar a la obligatoriedad de formular la operación pública de adquisición. Así, en la normativa vigente, es el control el que precede a la opa<sup>30</sup>.

Asimismo, la entrada en vigor de la presente ley supuso la aprobación del Real Decreto 1066/2007 sobre el régimen de las opas, el cual tendrá una importancia capital en el presente trabajo y deroga, como ya se ha indicado anteriormente, el tan modificado Real Decreto 1197/1991.

Por último, el Texto Refundido de Ley de Mercado de Valores, que se aprueba por el Real Decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre reordena las materias dentro de la LMV anterior.

iii. *Tránsito de la OPA a priori a la OPA a posteriori en la práctica*

Desde la entrada en vigor de la LMV 24/1988, el 29 de enero de 1988 hasta la actualidad se han aprobado un total de 410 opas. La primera opa autorizada por la CNMV fue casi dos años más tarde, en concreto el 31 de octubre de 1989, protagonizada por el grupo francés *Papeteries et Ganson Montgolfier* por un 100% del capital social de la papelera Guarro Casas<sup>31</sup>, presentándose a un precio de 1,100 pesetas la acción y estableciendo un

---

<sup>30</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 2.830-2833.

<sup>31</sup> El País. 1989. *Un grupo francés presenta una OPA por el 100% de la papelera Guarro*. [En línea] Disponible en: <[https://elpais.com/diario/1989/10/27/economia/625446011\\_850215.html](https://elpais.com/diario/1989/10/27/economia/625446011_850215.html)> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

porcentaje de aceptación mínimo por un 51% del capital social, siendo la última que ha tenido lugar hasta la fecha de hoy (6 de junio de 2022) la realizada sobre METROVACESA del 26 de mayo de 2022<sup>32</sup>.

Desde entonces como se ha visto *ut supra* ha existido una enorme cantidad de regulación sobre la materia, siendo el punto de inflexión más trascendente la aprobación de la ley 6/2007, traducándose en la transmutación de una opa *a priori y parcial* a una *a posteriori y total*.

Tabla 1 Desglose de opas autorizadas antes y después de la Ley 6/2007<sup>33</sup>

	1989-2007	2008-2022	1989-2022
<b>Años transcurridos</b>	19	14	<b>33</b>
<b>Opas autorizadas</b>	337	73	<b>410</b>
<b>% Opas autorizadas/ total</b>	82%	18%	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia con base a los folletos de opa de la CNMV

En la TABLA 1, se puede apreciar la repercusión práctica que tuvo la ley 6/2007, donde el porcentaje de opas autorizadas, y probablemente, presentadas durante la segunda etapa fue mucho menor, como consecuencia de una legislación mucho más rigurosa y atenta en cuanto al fin último de la figura de la opa, la protección de los accionistas minoritarios. Así, entre los años 1989 y 2007, coincidentes con la autorización de la primera opa y la entrada en vigor de ley 6/2007, se autorizaron por parte de la CNMV un total de 337 opas, representando un 82% de todas las opas que se han aprobado hasta la fecha. Esta situación refleja la clara preferencia que existía por parte de los accionistas mayoritarios por el modelo antiguo y puede llegar a intuirse que podía existir un ligero abuso por parte de éstos debido a la laxa protección que se ofrecía a los accionistas minoritarios.

En el GRÁFICO 3 (Ver ANEXO 1) que recoge el número de opas autorizadas entre los años 2003 y 2013 por la CNMV, también se puede apreciar de manera más práctica el efecto de bomba atómica que ha tenido la entrada en vigor de la Ley 6/2007 sobre el número de opas autorizadas. Habiéndose autorizado 21 opas en el año 2006 y tras la

<sup>32</sup> Información obtenida del folleto de opa sobre METROVACESA, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={8f2545fb-132a-4f3b-a80f-03fdd3b4b8f4}>. Fecha de consulta: 5 de junio de 2020

<sup>33</sup> Datos recogidos a partir del análisis de los Folletos en los Registros Oficiales de la CNMV. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Folletos-Registros-Oficiales.aspx> (Consultas realizadas del 1 al 8 de mayo de 2022)

aprobación de la mencionada ley, no superándose entre los años 2008 y 2013 la cantidad de opas autorizadas al año.

## CAPÍTULO 3. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR EXCLUSIÓN

### 3.1. Regulación específica de las ofertas de exclusión

En el presente apartado se introducirá dónde se regulan dentro de nuestro ordenamiento jurídico las ofertas de exclusión a bolsa sobre las que versa el núcleo del presente trabajo y qué modificaciones ha ido sobre sobrellevando con el transcurso del tiempo.

Así, la oferta pública de adquisición por exclusión se regula en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el régimen de OPAs (en adelante, RDOPA), en concreto, en el Capítulo III: *Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición: exclusión de negociación, reducción de capital mediante adquisición de acciones propias y ofertas voluntarias*<sup>34</sup>. Y más específicamente aun, en sus artículos 10 y 11, los cuales versan acerca de la oferta por exclusión como tal y sobre las excepciones dicha oferta de exclusión, respectivamente. Asimismo, estos artículos se encargan de desarrollar el artículo 82 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, TRLMV) que versa sobre la exclusión de negociación voluntaria.

Históricamente, este tipo de OPA también ha experimentado diversos cambios. Anteriormente, se recogía esta figura en el artículo 34 de la Ley 24/1988 que se desarrollaba en el artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, norma que admitía la exclusión de negociación en Bolsa, pero condicionando dicha admisión a que, si la CNMV consideraba que se podían lesionar los intereses de los titulares de valores de la sociedad, entonces ésta debía promover una opa<sup>35</sup>.

Por lo general, la regulación actual difiere de la expuesta en el párrafo anterior en el sentido de que da una mayor protección a los accionistas minoritarios, además de otorgar más control a la CNMV<sup>36</sup>. De forma más concreta, el sistema actual permite a la propia sociedad y a terceros promover la exclusión de negociación, ofrece un elenco de métodos de valoración mayor para poder calcular el precio equitativo o recoge una cantidad mayor de supuestos de exclusión de negociación, entre otros.

---

<sup>34</sup> Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007)

<sup>35</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.216.

<sup>36</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 2.837-2.839.

### 3.2. Régimen de las ofertas de exclusión

La oferta de exclusión es uno de los distintos tipos de ofertas públicas de adquisición que existen dentro del ordenamiento jurídico español. Se debe formular cuando una sociedad desea excluir sus acciones de negociación del mercado secundario con el fin de proteger a los accionistas minoritarios cuyo axioma básico en la inversión bursátil reside en que sus acciones tengan liquidez. Así mediante el procedimiento de este tipo de OPA, los accionistas no se verán tan perjudicados puesto que cuentan con un período de tiempo razonable para vender sus acciones con anterioridad a que éstas devengan ilíquidas.

De esta forma, el fundamento jurídico de la opa de exclusión difiere del de la opa “ordinaria”, pues en el caso de la opa obligatoria la *ratio* radica en base a un cambio de control y el reparto de sus ventajas entre los accionistas, mientras que para la opa de exclusión el fundamento es distinto. El hecho de que los valores queden excluidos de cotización desemboca en dos consecuencias muy negativas para los accionistas que, a su vez, son las razones por las que se regula rígidamente la opa de exclusión: (i) por un lado, al formularse este tipo de opa, las acciones tienden a bajar y la colocación de las mismas deviene más difícil, por lo que se produce una pérdida de liquidez, (ii) por el otro lado, salir del mercado secundario provoca un menor intercambio de información entre el accionista y la sociedad<sup>37</sup>.

Cabe puntualizar como con la reforma de la LMV en 2007 se invierte el régimen explicado en la sección anterior donde la CNMV tenía la potestad para obligar a que se formule una opa de exclusión si lo consideraba necesario en aras de proteger a los accionistas minoritarios<sup>38</sup>. En la actualidad, la opa de exclusión queda configurada con carácter obligatorio para todas aquellas sociedades que deseen excluir sus títulos valores de cotización, salvo que medie dispensa de la CNMV o que se den alguno de las excepciones reguladas en el artículo 11 RDOPAS<sup>39</sup>.

Otra diferencia con respecto a la regulación anterior es que tanto la propia sociedad emisora de los valores a excluir como un tercero, ya sea persona física o jurídica, pueden

---

<sup>37</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.219.

<sup>38</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, p. 2.838

<sup>39</sup> Uría Menéndez, 2007. *Reforma de la ley del mercado de valores para la transposición al derecho español de la directiva de opas*. [En línea] Disponible en: <<https://www.uria.com/documentos/circulares/161/documento/760/OPAS.htm?id=760>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2022].

formular la OPA de exclusión. En la práctica, dicho tercero suele ser un accionista mayoritario y debe de contar con la aprobación la junta general de la sociedad cuyos valores se busque excluir de bolsa. La razón más habitual por la que un tercero formularía una opa de exclusión es que quiera tomar el control de la sociedad objeto de la opa. Aquí, cabe destacar que la CNMV ya aprobó una opa de exclusión por parte de un tercero antes de que entrara en vigor la nueva regulación, esta fue en 2006 teniendo como protagonistas a CORTEFIEL<sup>40</sup>, sociedad afectada por la opa de exclusión y a MEP Retail España, sociedad oferente.

A su vez, cabe destacar que en el caso de que una opa sea formulada por la propia sociedad que persigue la exclusión de cotización, coincidirían en una misma persona tanto la sociedad oferente como la afectada. De esta forma, la sociedad compraría sus propias acciones para posteriormente amortizarlas. En estos casos existen numerosas razones por la que una sociedad pueda desear excluir sus valores del mercado secundario, entre las que se encuentran, prescindir de los numerosos y continuos deberes de información que deben de cumplimentar las sociedades cotizadas, en virtud del Real Decreto de Transparencia (informes financieros periódicos, auditorías...) , para protegerse de una posible pérdida de control de la compañía, o para eliminar los costes económicos que puedan derivarse de la cotización de los valores<sup>41</sup>.

Asimismo, en el propio artículo 10.1 RDOPAS se indica que entran dentro de los supuestos de hecho entre los que se encuadra la obligación de formular una opa de exclusión, aparte de aquellas sociedades que acuerden su exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios en España, también las operaciones societarias a través de las cuales un accionista de una sociedad que cotice en bolsa, pase a ser socio de una sociedad que no cotice o no lo fuere a hacer en los 3 meses siguientes a la inscripción en el registro mercantil de la mencionada operación. Aquí es interesante que este período de 3 meses permitió a Iberia no tener que formular una opa de exclusión, pues cesó su cotización en bolsa el 17 de enero de 2011, pasando los accionistas a ser socios de IAG,

---

<sup>40</sup> Información obtenida del folleto de opa sobre CORTEFIEL, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={21760b15-72f9-424b-80ae-b74f45e8fe33}>. Fecha de consulta: 5 de junio de 2020.

<sup>41</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, p. 2.838.



sociedad que comenzó a cotizar en las bolsas de Londres y españolas a partir del 24 de enero de ese mismo año<sup>42</sup>.

En cuanto a la regulación del precio al que se debe realizar la oferta, se hará un análisis exhaustivo más adelante del mismo, pero una primera aproximación, como indica el artículo 10.6 RDOPAS, es que, de cara a proteger a los accionistas minoritarios, no puede ser inferior al mayor que resulte entre (i) el precio equitativo recogido en el artículo 9 de este mismo cuerpo legal o (ii) el precio que se calcule a través de los métodos contenidos en el apartado 10.5 RDOPAS. Además de que dicho precio debe venir justificado por el folleto informativo de la opa, debiendo adjuntarse el informe de valoración como documento complementario. Importante destacar que el precio debe ser aprobado por la CNMV.

En este sentido, se debe tener muy presente que la protección del precio es una función vital de cara a proteger a los accionistas minoritarios, pues la gran mayoría de opas de exclusión ocurren porque los accionistas mayoritarios que dominan la junta general de accionistas desean obtener el control de la totalidad de la sociedad.<sup>43</sup> Así, aunque pueda existir oposición de los accionistas minoritarios, si aquéllos consiguen aprobar la exclusión, todavía les quedaría el filtro de la CNMV la cual podría rechazar la opa si considera que el precio no es justo.

En cuanto al acuerdo de la opa de exclusión y del precio el artículo 10.4 RDOPAS señala lo siguiente: *“El acuerdo de exclusión y los relativos a la oferta y al precio ofrecido deberán ser aprobados por la Junta General de Accionistas de la sociedad emisora de los valores a excluir<sup>44</sup>”*. Al no mencionar ningún tipo de mayoría reforzada se infiere que se puede llegar al acuerdo a través de la mayoría simple.

Otra de las características por las que se diferencian las opas de exclusión del resto de opas, es que como reza el artículo 10.3, para llevarlas a cabo solo cabe la compraventa, debiendo ser la contraprestación necesariamente dineraria.

---

<sup>42</sup> Cfr. FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas, 2017.

<sup>43</sup> VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, p. 2.838

<sup>44</sup> Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007)

Por último, llama la atención cuando uno se fija a través de los distintos folletos de opa en los bajos porcentajes que conforman los valores a los que se dirige la oferta. Esto puede deberse a dos situaciones: (i) la primera, es que el oferente sea un miembro de la sociedad que posea un alto porcentaje de las acciones, como ocurrió en las opas de FUNESPAÑA<sup>45</sup> o METROVACESA<sup>46</sup>, donde los oferentes de las opas poseían un 96% de los valores de las respectivas compañías por lo que la oferta se dirigió a tan solo un 4%. (ii) la segunda, es que un alto porcentaje de accionistas se encuentren a favor de la oferta y, en virtud del artículo 10.2.b) RDOPAS, inmovilicen sus acciones hasta que transcurra el plazo de aceptación. Los ejemplos más representativos de esta situación fueron SOTOGRANDE<sup>47</sup> y RÚSTICAS, S. A<sup>48</sup>., operaciones en las cuales la opa se dirigía a un 1.08% y un 1.4% de las acciones, respectivamente, quedando el resto de los valores inmovilizados<sup>49</sup>.

### **3.3. Excepciones a la obligación de formular un OPA de exclusión**

En el presente apartado se observarán y examinarán las excepciones a las ofertas de exclusión, es decir, aquellos supuestos en los que se permita la exclusión de negociación de los valores de una sociedad sin que resulte preciso la formulación de una oferta. Estos supuestos suponen una novedad introducida en el artículo 11 RDOPAS, aunque con anterioridad a éste, la CNMV ya había implementado una serie de fórmulas que sustituían a la oferta de exclusión siempre y cuando quedara garantizada la protección a los inversores minoritarios. Así, se procederá a analizar uno por uno los cinco supuestos recogidos en el artículo 11 RDOPAS:

---

<sup>45</sup> Información obtenida del folleto de opa sobre FUNESPAÑA, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={f7db1c5e-af46-4e09-b124-37a20fc98dff}>. Fecha de consulta: 5 de junio de 2022.

<sup>46</sup> Información obtenida del folleto de opa sobre METROVACESA, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={8f2545fb-132a-4f3b-a80f-03fdd3b4b8f4}>. Fecha de consulta: 5 de junio de 2022

<sup>47</sup> Información obtenida del folleto de opa sobre SOTOGRANDE, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={a7386036-4579-4df6-99b2-858111a724b9}>. Fecha de consulta: 5 de junio de 2022

<sup>48</sup> Información obtenida del folleto de opa sobre RÚSTICAS, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9d01aded-bf67-4286-b678-45079efa872a}>. Fecha de consulta: 5 de junio de 2022

<sup>49</sup> Cfr. FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España. Cuatrecasas, 2017.

i. *Compraventa forzosa (Artículo 11.a)*

La primera exclusión se produce cuando se cumplen las condiciones previstas para el ejercicio de las compraventas forzosas, el derecho comúnmente conocido como *squeeze-out/sell-out*, recogido en el ordenamiento jurídico español en los artículos 47 y 48 RDOPAS y en el artículo 136 TRLMV.

El derecho de venta forzosa o *squeeze-out* permite a aquel que ha realizado una oferta pública de adquisición total, si supera unos umbrales determinados, exigir una vez se haya liquidado la oferta, que los que no la hayan aceptado le vendan su paquete accionario a un precio equitativo. Los mencionados umbrales que condicionan el ejercicio del derecho son: (i) que el oferente posea tras la oferta al menos un 90% de los derechos de voto de la sociedad y (ii) que la opa previa haya obtenido un porcentaje de aceptación igual o superior a un 90% de los derechos a los que se dirigió ésta.

Resalta el hecho de que, *a priori*, no parece una medida que refleje el espíritu del RDOPAS de proteger los intereses de los accionistas minoritarios. Sin embargo, es una herramienta que viene justificada por las razones que se van a exponer a continuación:

La primera justificación es que, como contraposición al derecho de venta forzosa ("*squeeze-out*"), se encuentra su derecho recíproco, el de compra forzosa ("*sell-out*") que se rige también bajo el artículo 47 RDOPAS por lo que cuenta para su ejercicio con los mismos umbrales o condicionantes. De esta forma, se regulan así dos caras de la misma moneda. Este derecho permite a los titulares de valores que no hayan aceptado la oferta exigir que se les compre la totalidad de estos a un precio equitativo, siempre y cuando se hayan cumplimentado los umbrales expuestos *ut supra*<sup>50</sup>.

Así, este instrumento ofrece un punto de protección al accionista minoritario, el cual cuando decidió no presentarse a la oferta desconocía cuál iba a ser el resultado de esta, así, en virtud de este derecho goza de una segunda oportunidad para "aceptar la oferta" en la que sí que conoce el resultado.

En segundo lugar, el *squeeze-out* tiene su justificación económica en el hecho de que mantener accionistas minoritarios tras una opa donde ha existido un alto porcentaje de

---

<sup>50</sup> GIRGADO PERANDONES, P., "La OPA de exclusión de cotización", en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.224.

aceptación puede resultar costoso para ambas partes, además de que puede mermar la eficacia en la gestión y en el control corporativo.<sup>51</sup>

La tercera justificación se encuentra estrechamente vinculada con el artículo 147.2 RDOPAS que establece que el precio equitativo al que se ejercerá el derecho de compraventa forzosa será el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública. De esta manera, el legislador presume que dicho precio ha sido coherente y justo, pues atendiendo el umbral segundo que da la posibilidad de ejercicio de este derecho, un porcentaje igual o superior de los accionistas a los que se dirigía la oferta sí han aceptado ésta a ese mismo precio.

Un ejemplo en el que se ha ejercitado este *squeeze out* puede ser en la opa realizada por ORANGE, siendo la sociedad afectada JAZZTEL, donde adquirió el 5,25% del capital social restante a través de este mecanismo de venta forzosa a 13 euros la acción, que era el mismo precio que en la oferta inicial<sup>52</sup>. Otros ejemplos más reciente, en concreto, del año pasado pueden ser: EUSKALTEL<sup>53</sup> que obtuvo más de un 98% de aceptación<sup>54</sup> o SOLARPACK<sup>55</sup> con una aceptación casi unánime, dada a la alta prima que se ofrecía en la opa<sup>56</sup>.

Para finalizar, se debe destacar como en el artículo 48 que regula el procedimiento para las compraventas forzosas, en particular, su apartado 10, se señala como una vez se produce la realización del derecho de compraventa forzosa, los valores afectados serán excluidos automáticamente de negociación. Esto se debe al hecho de que el total del capital social de la sociedad pasaría a estar en manos de una sola persona, ya sea física o

---

<sup>51</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.224.

<sup>52</sup> MCLLEAN, H., 2015. *Orange finalises acquisition of last Jazztel shares*. [en línea] <https://www.fiercewireless.com/>. Disponible en: <<https://www.fiercewireless.com/europe/orange> [Consulta realizada el 3 de junio de 2022]

<sup>53</sup> Información obtenida del folleto de opa sobre EUSKALTEL, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={e8b0ad9d-f854-48dd-bb8b-c766b123d699}>. Fecha de consulta: 5 de junio de 2020.

<sup>54</sup> ALBA, C., 2021. *MásMóvil se hace con el 98% de Euskaltel*. [en línea] El Correo. Disponible en: <<https://www.elcorreo.com/economia/empresas/masmovil-euskaltel-20210805143718-ntc.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>> [Consulta realizada el 3 de junio de 2022].

<sup>55</sup> Información obtenida del folleto de opa sobre SOLARPACK, S.A. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={7ccb5b0-af4c-4de2-9b18-fc3903bb9094}> Fecha de consulta: 5 de junio de 2020.

<sup>56</sup> IRIGOYEN, L., 2022. *EQT se hace con Solarpack con la aprobación casi unánime de sus accionistas*. [en línea] Crónica Vasca. Disponible en: <[https://www.cronicavasca.com/empresas/eqt-compra-solarpack-con-aprobacion-unanime-accionistas\\_569202\\_102.html](https://www.cronicavasca.com/empresas/eqt-compra-solarpack-con-aprobacion-unanime-accionistas_569202_102.html)> [Consulta realizada el 3 de junio de 2022].

jurídica, por lo que la sociedad afectada no podrá seguir cotizando en bolsa a través de sus valores.

*ii. Acuerdo por unanimidad (Artículo 11.b)*

La segunda excepción donde no se precisaría oferta de exclusión sería cuando todos los titulares de valores de la entidad acuerden de forma unánime la exclusión de negociación renunciando a la venta de sus valores mediante el mecanismo de la oferta pública. Este supuesto ya venía recogido en el Real Decreto 1197/1991, padeciendo una serie de modificaciones con el paso del tiempo. Así en se cambiaron los términos “accionistas de la sociedad afectada” y “todas las acciones” por “todos los titulares de valores de la sociedad afectada” y “de todas o parte de las acciones u otros valores”, corrigiendo así el error técnico o suposición de que todos los títulos valores que pueden tener un inversor sobre una sociedad sean acciones<sup>57</sup>.

Asimismo, en la nueva regulación se impone la simultaneidad en el acuerdo de no excluir las acciones de negociación a través de una oferta pública.<sup>58</sup> Esta imposición y a tenor de la interpretación del artículo parece claro que lo que busca el legislador es que esta decisión se adopte a través de una junta, ya sea universal o sea convocado con tal objetivo y precisando la asistencia de todos los miembros.

Por último, cabe subrayar como este supuesto encuentra una estrecha vinculación y es una consecuencia del artículo 10.2 RDOPAS, donde si todos los titulares se encuentran a favor de la exclusión e inmovilizan sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación, entonces quedan todos excluidos de la recepción de la oferta, siendo así innecesaria la formulación de esta.

*iii. Operación societaria llevada a cabo por otra cotizada (Artículo 11.c)*

El tercer caso de exclusión tiene lugar cuando a raíz de una operación societaria se produce la extinción de la sociedad, pero los accionistas de la sociedad extinguida se convierten en accionistas de otra sociedad cotizada. En este sentido si la sociedad

---

<sup>57</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.225.

<sup>58</sup> MCLLEAN, H., 2015. *Orange finalises acquisition of last Jazztel shares*. [en línea] <https://www.fiercewireless.com/>. Disponible en: <<https://www.fiercewireless.com/europe/orange>> [Consulta realizada el 3 de junio de 2022]

adquiriente no es cotizada cabe la posibilidad, en virtud del artículo 10.2 RDOPAS, de que sea admitida a cotización en los 3 meses siguientes a la operación societaria, caso que también se circunscribe dentro de este artículo 11.c) RDOPAS.

La razón por la que se admite esta exclusión reside en que se considera que los mecanismos de protección de la Ley de Modificaciones Estructurales<sup>59</sup>, más la continuidad de la liquidez en valores de otra sociedad, son medidas suficientes para proteger a los accionistas minoritarios, no precisándose así de la formulación de una opa de exclusión.

*iv. Procedimiento intermedio (Artículo 11.d)*

La cuarta excepción, de gran importancia en la práctica, es la opa con exclusión subsiguiente, que sigue dos pasos (i) en primer lugar, se debe realizar una opa por la totalidad de los títulos de una sociedad, manifestando en el folleto la intención de excluir las acciones de negociación. (ii) Secundariamente, se implementa un mantenimiento de orden de compra con mismo precio que la opa anterior, durante al menos un mes en los seis meses posteriores a la formulación de la opa, para facilitar la obtención de la totalidad de la sociedad<sup>60</sup>.

La opción de que un tercero pueda decidir retirar a la sociedad de cotización en el mercado bursátil, no se recogía en el RDOPAS 1991<sup>61</sup>, pero sí que iba atendándose progresivamente por la CNMV dado al continuo crecimiento que estaba existiendo en las sociedades de capital riesgo y sus operaciones *public to private*, calificando a dicho mecanismo como “procedimiento intermedio<sup>62</sup>”.

Un ejemplo de exclusión a través de este procedimiento intermedio son ITÍNERE, que fue opada de manera voluntaria en junio de 2009 y su exclusión de negociación se produjo el 23 de julio de ese mismo año. Otro ejemplo, es CAMPOFRÍO que soportó una OPA obligatoria el 21 de mayo de 2014 y su exclusión del mercado secundario tuvo lugar el

---

<sup>59</sup> Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE 4 de abril de 2009).

<sup>60</sup> Información recogida y resumida del artículo 11.d) Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, (BOE: 13 de agosto de 2007).

<sup>61</sup> Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 2 de agosto de 1991)

<sup>62</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.221.

24 julio de 2014<sup>63</sup>. Se observa como en ambos casos se respeta el plazo de 6 meses tras la presentación de la opa.

Un punto clave de las exclusiones del artículo 11, pero sobre todo de esta alternativa, es que cabe eludir el artículo 10.3 RDOPAS<sup>64</sup> pudiendo ofrecerse acciones como contraprestación, esto ocurriendo siempre y cuando la orden de compra mencionada se ejecute en efectivo, pues los intereses de los accionistas quedarían igualmente protegidos<sup>65</sup>.

v. *Procedimiento equivalente (Artículo 11.e)*

Así, en último lugar, se establece una habilitación general o cláusula de carácter más abierto. En ésta, se habilita como mecanismo de salida de negociación cualquier procedimiento o acuerdo de la Junta General de Accionistas u otro órgano similar que, a juicio de la CNMV, ofrezca a los titulares de los valores afectados una protección equivalente al procedimiento de opa. De esta último apartado se deduce que la enumeración del artículo 11 no posee carácter taxativo<sup>66</sup>.

Esta excepción, en la práctica, se ha autorizado por la CNMV para aquellas compañías cuyo *free float* o capital circulante era muy reducido y cuya junta general aprobó la formulación de una orden mantenida de compra a un precio calculado a través de los métodos de valoración del artículo 10.5 RDOPAS. Algunos ejemplos de exclusiones de negociación a partir de este apartado son: CELO o PROMOBANC, que tenían un porcentaje de *free float* de 1.48% y 0,18%, respectivamente<sup>67</sup>.

### **3.4. Panorama práctico de las opas autorizadas y de las opas de exclusión**

En el presente apartado se analizará el panorama y la relevancia que tienen las opas de exclusión dentro de la práctica, para ello se utilizará como base de datos la TABLA 5 (ver ANEXO 2), la cual recoge un desglose de los tipos de opas realizados entre los años 2012

---

<sup>63</sup> Cfr. FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas, 2017

<sup>64</sup> Dicho artículo establece que las ofertas de exclusión solo pueden realizarse como compraventa, debiendo consistir en dinero la totalidad del precio.

<sup>65</sup> LÓPEZ HERNÁNDEZ, A., “Exclusión de negociación tras una OPA con contraprestación en acciones”, en ORTEGA BURGOS, E y ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M, (coord.), *Actualidad Mercantil 2021*. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, p. 965.

<sup>66</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAs*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.228

<sup>67</sup> Cfr. FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas, 2017

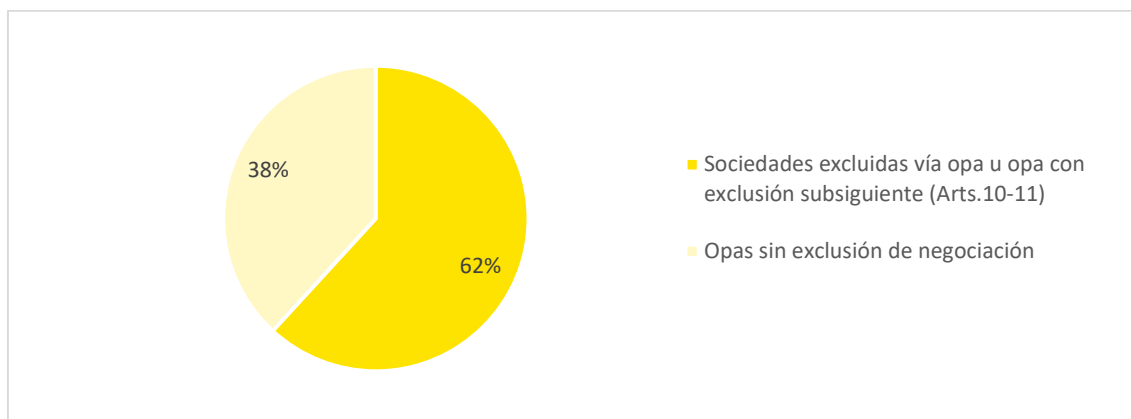
y 2021. A través de un primer análisis, de esta se puede reiterar como la popularidad de la figura de la oferta pública de adquisición disminuyó tras la aprobación de la ley 6/2007, donde la media de opas autorizadas entre los años 2012 al 2021 ha sido tan solo de 5,5. Esto ocurre debido a la mayor protección otorgada a los titulares de valores que representaba un porcentaje minoritario sobre las sociedades, que tenía como consecuencia inevitable que la figura de la opa en general resultara una herramienta menos atractiva.

Así, a través del análisis y estudio de la TABLA 5 (Ver ANEXO 2) se pueden destacar tres *insights* de mucho valor:

*i. La importancia relativa de las opas de exclusión y excepciones a la misma*

Las opas de exclusión y sus exclusiones, de forma teórica, no parecen ser muy relevantes pues dentro de la amplia regulación que se les ofrece a las ofertas públicas de adquisición, las mencionadas figuras solo se abarcan específicamente en los artículos 10 y 11 RDOPAS, respectivamente y en el artículo 82 TRLMV. Además, de que en el RDOPAS se regulan bajo el capítulo III llamado “Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición”, lo que puede dar a despertar la falsa opinión de que es una herramienta jurídica intrascendente en la práctica.

Gráfico 1: Porcentaje de sociedades excluidas vía opa u opa con exclusión subsiguiente vs resto de opas (2012-2021)



Fuente: Elaboración propia con base a los folletos de opa de la CNMV

En el GRÁFICO 1, se puede apreciar como las opas realizadas a través de los artículos 10 y 11 RDOPAS, tienen una importancia relativa mayúscula sobre el total de opas autorizadas por la CNMV. Además, se debe de tener en cuenta que la base de datos está compuesta por aquellas sociedades que lograron su exclusión de negociación, no todas



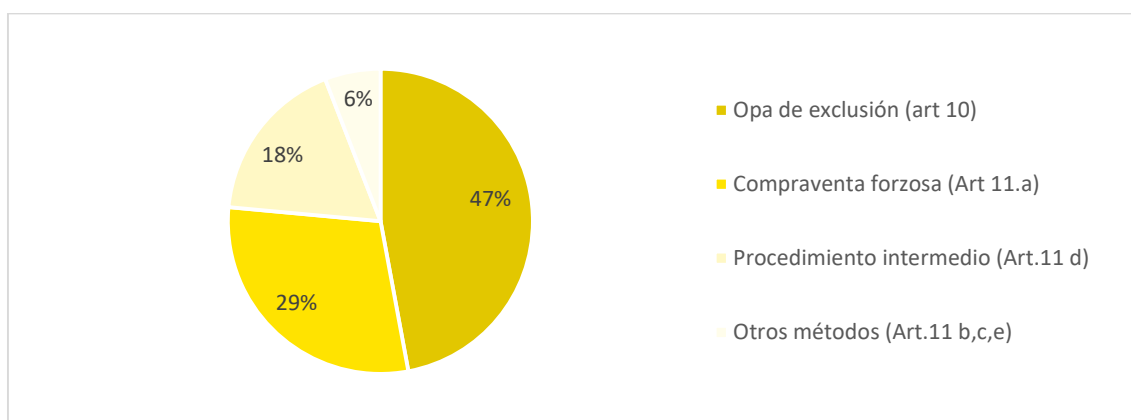
las que tenían previsto salir del mercado secundario si se alcanzaba un porcentaje determinado de aceptación.

Así, queda constatado el papel esencial de estos dos artículos dentro de la regulación de las opas, habiéndose formalizado 55 opas en los últimos años, de las cuales, 34 se produjeron por medio de los artículos 10 y 11 RDOPAS, es decir, un 62% del total.

## ii. Relevancia práctica de las excepciones del artículo 11 RDOPAS

Pese a ser “excepciones” como tal, las herramientas del artículo 11 RDOPAS tienen una gran relevancia práctica, de hecho, si se acumulan las distintas excepciones que ofrece el mencionado cuerpo legal, éstas suman dos exclusiones de negociación más que la opa de exclusión como tal del artículo 10 RDOPAS.

Gráfico 2: Desglose de las exclusiones de negociación a partir de arts. 10 y 11 RDOPAS (2012-2021)



Fuente: Elaboración propia con base a los folletos de opa de la CNMV

De esta manera, en el GRÁFICO 2, se aprecia como la figura predominante es la opa de exclusión como tal, representando un 47% de las opas y herramientas recogidas en los artículos 10 y 11 RDOPAS. Otro dato a tener en cuenta es que realmente dentro de las excepciones indicadas en el artículo 11, las que de verdad tienen una mayor relevancia en la práctica son la del apartado a), siendo ésta la compraventa forzosa y el procedimiento intermedio o mantenimiento de orden de compra del apartado d), representando dichas herramientas un 29% y 18% sobre el total de sociedades excluidas a negociación, respectivamente.

iii. *Tendencia hacia la compraventa forzosa y procedimiento intermedio*

Por último, subrayar que se está produciendo una clara tendencia al uso de la compraventa forzosa y al procedimiento intermedio en los últimos años, en detrimento de la oferta por exclusión del artículo 10 RDOPAS:

*Tabla 2: Tendencias de las exclusiones de negociación de arts. 10 y 11 RDOPAS (2012-2021)*

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Opa de exclusión (art 10)</b>	1	3	4	4	0	1	2	0	0	1
<b>Compraventa forzosa (Art 11.a)</b>	1	0	0	1	1	1	2	0	1	3
<b>Procedimiento intermedio (Art.11 d)</b>	0	0	1	0	0	0	1	3	1	0
<b>Otros métodos (Art.11 b,c,e)</b>	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0

Fuente: Elaboración propia con base a los folletos de opa de la CNMV

Así en la TABLA 2, se confirma la tendencia los mecanismos del artículo 11 anteriormente mencionados, pues en los últimos 3 años ha habido tan solo una oferta de exclusión vía artículo 10 RDOPAS, y 8 exclusiones de negociación a través de compraventa forzosa y mantenimiento de orden de compra.

## CAPÍTULO 4. OPA DE MASMOVIL<sup>68</sup>

Una vez realizado un exhaustivo análisis de la regulación de las ofertas públicas de adquisición, así como de las ofertas de exclusión y de su relevancia en la práctica, se procederá al estudio de la opa de MásMóvil Ibercom y a examinar las posibles irregularidades que puedan existir en cuanto al precio introducido por la sociedad oferente

### 4.1. Descripción de la operación

#### *i. Introducción*

Durante los últimos años, la alta competitividad existente dentro del sector de las telecomunicaciones y la continua necesidad de adaptación a las innovaciones de última generación en el sector (como la tecnología 5G) ha provocado que se inicie un proceso de consolidación cuyo objetivo se basa en alcanzar una mayor concentración en el sector que permita a la mayoría de los operadores telefónicos abarcar las mayúsculas inversiones requeridas para adaptarse al cambio tecnológico. Dentro de este contexto de consolidación se encuentra la opa objeto del presente estudio, y, sobre todo, la sociedad afectada en ésta<sup>69</sup>.

#### *ii. Elementos subjetivos de la oferta*

La presente opa autorizada por la CNMV el 29 de julio de 2020 cuenta con dos partes: (i) la entidad objeto de la opa: MASMOVIL IBERCOM, S.A. y (ii) la sociedad oferente: LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U.

Por un lado, la sociedad afectada por la operación es MASMOVIL IBERCOM, S.A, fundada en 2006, siendo la cuarta operadora de telecomunicaciones más importante España. El grupo opera a través de una cartera de marcas que se dirige a diferentes segmentos ofreciendo servicios de telefonía fija, móvil e internet a más de 14 millones de clientes. Sus principales marcas son: Yoigo, Masmovil, Pepephone, Lycamobile, Virgin

---

<sup>68</sup> Los datos recogidos en este apartado se han obtenido del folleto explicativo de la operación, remitido por Lorca Telecom Bidco a la CNMV el 28 de julio de 2020. *Folleto de oferta pública voluntaria de adquisiciones de Masmovil Ibercom S.A.* [en línea]. Mayo, 2015, Madrid. <<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={dabb0e2f-47f6-4039-ae09-15cc4b533a8e}>> [Consulta: 23 abril 2016]

<sup>69</sup> DEEGAN, C., 2021. *Necesaria consolidación de las telecomunicaciones en España.* [En línea] EXPANSION. Disponible en: <<https://www.expansion.com/opinion/2021/12/16/61ba1dd4468aebf3108b460c.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

Telco, Llamaya y Lebara. Además, ha seguido una excepcional trayectoria de crecimiento durante los últimos años, con la adquisición en 2021 de otras operadoras del mercado como son Euskaltel o R<sup>70</sup>.

En el período inmediatamente anterior a la autorización por parte de la CNMV de la opa de 2020, Masmovil contaba con un capital social de 2.634.291 euros divididos en 131.714.565 acciones por lo que cada una contaba con un valor nominal de 0.2 euros. Éstas estaban admitidas a cotización en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao. Asimismo, hay que resaltar que cada acción de MásMóvil ofrecía un derecho de voto a su titular y que todas las acciones eran ordinarias, sin existir acciones sin voto, obligaciones convertibles o canjeables, o ningún tipo de *warrant*.

En cuanto a la sociedad oferente, LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U., al ser una sociedad vehículo domiciliada en Madrid, España, contaba con el capital social mínimo requerido para su constitución, es decir, 60.000 euros<sup>71</sup>, con acciones de un valor nominal de 1 euro.

En la práctica, es una sociedad vehículo operada indirectamente por un consorcio de fondos de capital riesgo que son de forma subjetiva los verdaderos oferentes. Éstos son KKR, Cinven y Providence. Resumidamente:

El primero, KKR (*Kohlberg Kravis Roberts*) tiene sede en Nueva York y es uno de los fondos de capital riesgo más prestigiosos del mundo, a principios de 2020 tenía aproximadamente 220.000 millones de dólares en activos bajo gestión y ha hecho importantes inversiones en España y en el sector de las telecomunicaciones, como, por ejemplo, JIO o PORTAVENTURA, entre otros<sup>72</sup>.

En segundo lugar, Cinven, con sede en Londres, es de los fondos de capital riesgo más importantes de Europa y de sus inversiones más importante en el sector de las telecos o en España se encuentran AMADEUS o EUTELSAT, entre otros<sup>73</sup>.

---

<sup>70</sup> GRUPO MASMOVIL. 2022. Investors - Grupo MASMOVIL. [en línea] Disponible en: <<https://grupomasmovil.com/en/investors/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].

<sup>71</sup> De conformidad con lo dispuesto en el artículo 4.3 de la Ley de Sociedades de Capital: “*El capital social de la sociedad anónima no podrá ser inferior a sesenta mil euros y se expresará precisamente en esa moneda.*”

<sup>72</sup> KKR & Co. Inc. – Investor Relations.2022. [en línea] Disponible en: <<https://ir.kkr.com/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2020].

<sup>73</sup> CINVEN., 2022. Cinven - Focused European Integrated World-class. [en línea] Disponible en: <<https://cinven.com/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].

Por último, Providence *Equity* con sede en Providence, Rhode Island, destaca por ser antes de la presente opa ya accionista del Grupo MásMóvil, por un valor que representaba un 9,158% del capital social y siendo titular directo de 12.061.890 acciones del Grupo. Entre sus inversiones dentro de España y en el sector de las telecomunicaciones destaca la ya mencionada en el GRUPO MASMOVIL y ONO<sup>74</sup>.

### *iii. Elementos objetivos de la oferta*

La oferta se dirige, en virtud del artículo 10.2 RDOPAS, al 100% de las acciones de MASMOVIL IBERCOM S.A., que como se ha puntualizado anteriormente, son todas ordinarias, sin existir obligaciones convertibles o canjeables, o derechos de suscripción preferente. Tampoco existiendo acciones sin voto. De esta forma, el objeto de la oferta es la totalidad del capital social de Masmovil que está dividido en 131.714.565 acciones.

La condición de aceptación mínima permitida en virtud del artículo 13.2.b) RDOPAS, es que exista al menos aceptación por parte de 65.857.283 acciones que representan al multiplicarse por su valor nominal más de un 50% del capital social.

En cuanto al precio que se oferta por acción, este apartado y su cálculo se van a ver más adelante, pero cabe adelantar que éste era de 22,50 euros por acción de Masmovil.

### *iv. Objetivos*

Los objetivos perseguidos por parte de los fondos de capital riesgo KKR, Cinven y Providence son (i) la exclusión de negociación de las Bolsas anteriormente mencionadas de los títulos de Masmovil, (ii) así como colaborar y cooperar en el desarrollo y crecimiento del Grupo Masmovil, aportando la abarcada experiencia y conocimiento que tienen ambas firmas sobre el sector y sus operaciones, además de buscar fomentar sus oportunidades como operador de telecomunicaciones.

### *v. Cronología*

La cronología en base a la cuál tienen lugar los acontecimientos de la opa que se van a detallar más adelante se puede apreciar en la TABLA 3:

---

<sup>74</sup> PROVIDENCE EQUITY., 2022. *We invest in businesses that help the world*. [en línea] Disponible en: <<https://www.provequity.com/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].

Tabla 3: Fechas clave alrededor de la opa de Masmovil<sup>75</sup>

Fecha	Acontecimiento
24 de enero 2020	Acuerdos de confidencialidad
4 de marzo 2020	Oferta no vinculante
27 de mayo 2020	Acuerdo de exclusividad con Masmovil
1 de junio 2020	Anuncio oficial de la opa
24 de julio 2020 (viernes)	Fecha del informe justificativo de PwC
29 de julio 2020 (miércoles)	CNMV autoriza la opa
11 de septiembre 2020	Finalización del plazo para aceptar la opa
3 de noviembre 2020	Exclusión de bolsa de Masmovil

Fuente: Elaboración propia a partir de los documentos publicados por la CNMV y Masmovil

#### 4.2. Clasificación de la oferta

La presente oferta pública de adquisición es voluntaria, en virtud del artículo 12 RDOPAS, pues en ningún caso recaen sobre la sociedad oferente LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U., los requisitos o condiciones establecidos en el artículo 3 RDOPAS que obligan a formular una oferta de adquisición, sino que se presenta la oferta con carácter voluntario con el fin de perseguir los objetivos expuestos más arriba. A su vez, la opa es total pues como se ha visto más arriba, se formula sobre el 100% de las acciones de Masmovil.

Asimismo, el folleto de opa presentado el 28 de julio de 2020 en la página 9 contiene el siguiente párrafo:

*“La Sociedad Oferente tiene intención de excluir de cotización las acciones de Masmovil, ya sea mediante el ejercicio del derecho de venta forzosa si se alcanzan los umbrales establecidos a tal efecto, o, si no se cumplen tales requisitos y la Oferta tiene resultado positivo por haberse cumplido la Condición de Aceptación Mínima, promoviendo la exclusión de cotización de las acciones de Masmovil acogiéndose a la excepción prevista en el artículo 11.d) del Real Decreto 1066/2007<sup>76</sup>.”*

Así, la presente opa no puede encuadrarse dentro de las ofertas de exclusión estrictamente hablando del artículo 10 RDOPAS, sino que atendiendo al porcentaje de aceptación que

<sup>75</sup> GRUPO MASMOVIL., 2022. Investors - Grupo MASMOVIL. [en línea] Disponible en: <<https://grupomasmovil.com/en/investors/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].

<sup>76</sup> Información obtenida de la página 9 del folleto remitido por Lorca Telecom Bidco a la CNMV el 28 de julio de 2020. Folleto de oferta pública voluntaria de adquisiciones de Masmovil Ibercom S.A. [en línea]. Mayo, 2015, Madrid.

<[33](http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={dabb0e2f-47f6-4039-ae09-15cc4b533a8e}> [Consulta: realizada el 2 de mayo de 2022]</a></p>
</div>
<div data-bbox=)

resulte de la opa realizada, se procederá a la subsiguiente exclusión de bolsa a través del método de la compraventa forzosa del artículo 11.a) RDOPAS o a través del procedimiento intermedio del artículo 11.d) RDOPAS.

Así, por un lado, si el porcentaje de aceptación es superior al 90% (donde se cumplirían ambos umbrales), en virtud del artículo 47 RDOPAS, cabe ejercitar la venta forzosa sobre los accionistas y, tras su ejercicio, se procedería a la exclusión de negociación automática como indica el artículo 48.10 RDOPAS.

En caso de no cumplirse un porcentaje de aceptación que supere un 90% de los derechos de voto, pero sí se alcance la condición de aceptación mínima, se procedería a la exclusión de negociación vía el artículo 11.d), es decir, a través de un mantenimiento de orden de compra, por el mismo precio que la oferta previa.

Cabe mencionar que esta opa es una más de las que demuestra la tendencia existente hacia el uso de las herramientas del artículo 11 para la exclusión de negociación, que se representaba más arriba en la TABLA 2. Además, esta fórmula donde si el porcentaje de aceptación es superior al 90%, se utiliza la vía de la compraventa forzosa, y si no, se emplea el procedimiento intermedio a través de un mantenimiento de orden de compra, es ampliamente usada.

#### **4.3. Resultado de la oferta**

El resultado de la oferta pública de adquisición consistió en un porcentaje aceptación de un 86,41% de las acciones a las que se dirigió la oferta, siendo éstas un total de 113.819.588 acciones.

Al superar el umbral mínimo del 50%, pero no alcanzar el necesario para ejercitar el derecho de venta forzosa, la sociedad LORCA TELECOM BIDCO, ya propietaria de un 86,41% formuló una orden sostenida de compra por el mismo precio que en la opa, 22.5 euros, y dirigida a los titulares de las 17.894.977 acciones que no se eran propiedad de Lorca. La orden sostenida se inició el 23 de septiembre de 2020, cumpliéndose así el requisito de que se presente en el semestre posterior a la formulación de la opa.

Por último, gracias a la Orden Sostenida LORCA BIDCO adquirió la titularidad de 16.993.220 acciones, como consecuencia de ello, pasa a ser titular de 130.812.808 acciones de Masmovil, representativas del 99.32% de su capital social. Más aún, la

CNMV acordó el 3 de noviembre, día en que se da por finalizada la orden sostenida, la suspensión de cotización de las acciones de Masmovil, títulos que no quedaron excluidos de negociación como tal, hasta que no se liquidaron la totalidad de las operaciones.

#### **4.4. Particularidades de la operación**

Entre las particularidades de la presente oferta se encuentra la cláusula de blindaje por parte de Lorca en virtud del artículo 42.4 RDOPAS, donde se pacta el pago de 22,6 millones de euros en concepto de comisión en el caso de que por presentarse ofertas competidoras la oferta de Lorca Telecom Bidco no prospere.

Asimismo, en cuanto a las autorizaciones en materia de competencia, la CNMC considera que como no existiría control conjunto por parte de los inversores como resultado de la oferta, entonces no tiene lugar una situación de concentración económica.

Por último, cabe resaltar los acuerdos de compromiso irrevocable suscritos por una serie de accionistas de Masmovil, donde se comprometen a aceptar la oferta, representando los mismos un 29,56% de las acciones totales. Si la opa sale adelante, dichos accionistas, formalmente denominados accionistas reinversores, se comprometen a reinvertir parte del capital obtenido. Esta situación se verá y analizará con detalle más adelante.



## CAPÍTULO 5. PRECIO DE LA OFERTA

### 5.1. Crítica

La opa de Masmovil resultó ser un éxito donde prosperó una primera oferta alcanzando un 86,41% de aceptación y, posteriormente, gracias a la herramienta del mantenimiento de orden de compra se logró por parte de LORCA TELECOM BIDCO SAU el control de un 99,32% de la sociedad y su posterior salida de bolsa. Sin embargo, esta operación no se encuentra absenta de críticas y posibles irregularidades.

En concreto, existen dos entidades que estaban en contra de la opa y de la forma en la que se había realizado. Estas son: (i) FourWorld Capital Management (“FWC”), representados por el despacho Cremades & Calvo-Sotelo que contaba con un paquete accionarial de 2.031.720 acciones representando un 1,54% de las acciones totales de Masmovil<sup>77</sup>, y (ii) Polygon, fondo que contaba con un 1,02% del capital social de Masmovil y que remitió una carta a la CNMV con el fin de la manifestar las irregularidades de la opa y solicitando que se investiguen las condiciones de esta<sup>78</sup>.

La crítica más repetida es que se considera que el precio de la oferta de 22.50 euros por acción no es justo, ni equitativo pues no representa el valor real de las acciones. Se entiende que los fondos que controlan Lorca Telecom se han aprovechado del fuerte impacto que ha tenido el COVID 19 sobre los mercados, y en especial sobre las cotizaciones, para poder establecer y justificar una cotización a la baja de las acciones de Masmovil.

Aquí, cabe mencionar el hecho de que entre las fechas 5 y 20 de marzo de 2020, la cotización de cada acción de Masmovil pasó de 20,16 a 12,20 euros desplomándose un 39,48%, por lo que sí fue una de las millones de empresas que se vio afectada negativamente por la pandemia.

Asimismo, se pone en tela de juicio la valoración realizada por PricewaterhouseCoopers (en adelante PwC), entidad independiente contratada para realizar la valoración del Grupo

---

<sup>77</sup> EL MUNDO FINANCIERO., 2020. *Irregularidades en Junta General accionistas MásMóvil*. [en línea] Disponible en: <<https://www.elmundofinanciero.com/noticia/90539/empresas/irregularidades-en-junta-general-accionistas-masmovil.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

<sup>78</sup> Medina, J., 2020. *Polygon cuestiona la OPA de KKR sobre MásMóvil y pide a la CNMV que la investigue*. [en línea] El Español. Disponible en: <[https://www.elespanol.com/invertia/empresas/tecnologia/20200624/polygon-cnmv-asegure-validez-terminos-opa-masmovil/500200343\\_0.html](https://www.elespanol.com/invertia/empresas/tecnologia/20200624/polygon-cnmv-asegure-validez-terminos-opa-masmovil/500200343_0.html)> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

Masmovil. En cuanto a esta valoración, se resalta principalmente que se encuentra sesgada y basada en unas predicciones desfavorables para Masmovil de cara a obtener un valor del negocio y de los recursos propios inferior al real. Así, según la carta de Polygon a la CNMV se resaltan las siguientes irregularidades: (i) se infla las predicciones de *CAPEX* o inversión en activos fijos, para restarle valor a la compañía, de hecho, se contrastan predicciones que había publicado Masmovil en sus cuentas anuales unos meses antes donde el *CAPEX* efectivamente era inferior, (ii) hipótesis similar se emplea de cara a las predicciones del capital circulante. (iii) Por último, indica que se infravaloran las sinergias ocasionadas por las adquisiciones más recientes como Lycamobile.

Otro punto que considerar y que queda constatado en la TABLA 3, es si la CNMV le dedica un espacio de tiempo razonable y diligentemente suficiente a valorar la justificación del precio aportada por PwC, ya que el informe se publicó un viernes 24 de julio de 2020 y la opa se autorizó el miércoles 29 de julio, por lo que realmente tuvieron dos días laborales enteros para su revisión. Además de que, como reconoce el propio folleto, la oferta se encuentra bajo la especial protección del artículo 137.2 TRLMV dado el impacto de la pandemia, por lo que la CNMV debería de ser especialmente diligente en esta operación.

## **5.2. Regulación en la materia**

En la presente opa, el artículo 13.5 RDOPAS, donde se indica que en el caso de las ofertas voluntarias no es obligatoria la formulación de un precio equitativo, puede inducirnos a un error. En el presente caso uno de los principales objetivos es la exclusión de negociación, por ello esta opa se encuadra dentro del supuesto de hecho de las ofertas con exclusión subsiguiente con mantenimiento de orden de compra recogido en el artículo 11.d) RDOPAS. Artículo que reza lo siguiente:

*d) Cuando se hubiera realizado con anterioridad una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital de la sociedad afectada en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio, según lo previsto en los apartados 5 y 6 del artículo 10 mediante un informe de valoración, y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de dichos valores, **al mismo precio que el***

*de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente<sup>79</sup>”.*

De la lectura del presente precepto legal se puede inferir el hecho de que si se quiere emplear esta herramienta como vehículo de exclusión de negociación se debe justificar el precio de la opa anterior, según lo indicado en los apartados 5 y 6 del artículo 11 RDOPAS.

Así el apartado 6, explicado anteriormente, obliga a tenor del principio de protección a los accionistas minoritarios, a que el precio sea como mínimo el mayor entre (i) el precio equitativo y (ii) los precios calculados en base a los métodos de valoración del apartado 5, siempre y cuando quede justificada su relevancia y adecuación con el caso concreto<sup>80</sup>.

De esta forma cabe explicar ambas características:

*i. Precio equitativo (Artículo 9 RDOPAS)*

Si realizamos un análisis general de esta figura, ya en el anteriormente mencionado Informe Winter se insistió en la necesidad de un precio dentro de las ofertas públicas de adquisición que fuera equitativo, en aras de una mayor protección del accionista minoritario.

Dentro de la regulación actual el precio equitativo se aplica principalmente en tres supuestos: (i) los casos de opa obligatoria, (ii) como referencia o suelo en el caso de las opas de exclusión y de exclusión subsiguiente vía orden de compra, poniéndose dicho precio en contraste con los resultados de los métodos de valoración del artículo 11.5 RDOPAS o (iii) en los casos de ejercitarse una compraventa forzosa, porque se hayan alcanzado los umbrales del artículo 47 RDOPAS.

Así, el precio equitativo, como reza el artículo 9.1 RDOPAS, será aquel igual o mayor que el precio más elevado que hayan pagado durante los últimos 12 meses, el oferente o las personas ya sean físicas o jurídicas que actúen de forma concertada con él, por los mismos valores. Para determinar dicho precio se tendrá en consideración el importe íntegro de la contraprestación pagada o acordada, así para asegurarse que se cumpla esta condición el artículo 9.2 RDOPAS establece una serie de reglas. Además, si no existido

---

<sup>79</sup> Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).

<sup>80</sup> VICENT CHULIÁ, F., Introducción Al Derecho Mercantil, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, p. 2.840

ninguna oferta o acuerdo en los 12 meses anteriores al anuncio de la oferta, en virtud del artículo 9.3 RDOPAS, el precio equitativo debe ser como mínimo el que resulte de la aplicación de los métodos de valoración del artículo 10, que se explicarán más adelante.

A su vez, de conformidad con el artículo 9.4 RDOPAS, existen una serie de casos en los que la CNMV puede modificar de forma objetiva el precio equitativo, que pueden ser que se haya producido una operación societaria o que existan indicios razonables de manipulación, entre otros. Si se produce cualquier modificación del precio por la CNMV, ésta deberá publicar su decisión en su página web. El caso que más ocurre en la práctica es que se modifique dicho precio a la baja a causa de un reparto de dividendos de la sociedad afectada, como consecuencia de la pérdida de valor en la que incurriría dicha entidad.

Algunos ejemplos, de la aplicación en la práctica de este artículo son la opa sobre ABERTIS, donde debido a un reparto de dividendos de 0,4 euros la acción, el precio de la opa pasó de 18,79 a 18,36 euros por acción<sup>81</sup>. Otro ejemplo más reciente y que tiene como protagonista a Masmovil, es la opa realizada por éstos al operador vasco Euskaltel el año pasado, donde al repartirse la sociedad opada un dividendo de 0,17 euros la acción, el precio ofertado por acción se rebajó en la misma cantidad, pasando de 11.17 a 11 euros por acción<sup>82</sup>.

#### *ii. Métodos dentro del informe de valoración (Artículo 11.5 RDOPAS)*

A efectos prácticos, rara vez se utiliza el precio equitativo, siendo la principal fuente para obtener el precio al que se realizará la oferta el resultado de aquellos métodos de valoración que contiene el artículo 11.5 RDOPAS, en particular de aquel método que se considere relevante y se justifique aplicable o adecuado al caso. Dichos mecanismos son los siguientes: (i) el valor teórico contable (VTC), (ii) el valor liquidativo, (iii) la cotización media ponderada de los valores durante el último semestre antes del anuncio de la propuesta de exclusión, (iv) en su caso, valor de la contraprestación ofrecida en una

---

<sup>81</sup> BOLINCHES, C., 2018. *ACS rebaja su opa por Abertis tras el anuncio de dividendo de la concesionaria*. [en línea] La Información. Disponible en: <<https://www.lainformacion.com/empresas/acs-rebaja-su-opa-por-abertis-tras-el-anuncio-de-dividendo-de-la-concesionaria/6342529/>> [Consulta realizada el 8 de junio de 2020].

<sup>82</sup> GARCÍA, M., 2021. *MásMóvil rebaja a 11 euros por acción el precio de la OPA sobre Euskaltel tras repartir dividendo*. [En línea] europapress.es. Disponible en: <<https://www.europapress.es/economia/noticia-masmovil-rebaja-11-euros-accion-precio-opa-euskaltel-repartir-dividendo-20210618164408.html>> [Consulta realizada el 8 de junio de 2020].

opa formulada en el año anterior a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión y (v) otros métodos aceptados comúnmente por la comunidad internacional, como son, la valoración por múltiplos, el descuento de flujos de caja o el de transacciones precedentes.

En cuanto a los dos primeros métodos. El primero consiste en dividir el patrimonio neto entre el número de acciones emitidas por la compañía, mientras que el segundo se basa en valorar los activos de una empresa asumiendo que éstos se vendan, y restándole los pasivos<sup>83</sup>. Ambos métodos son estáticos por lo que se basan en datos históricos, sin tener en cuenta el crecimiento que pueda esperarse de la sociedad valorada a futuro o los niveles de ventas y caja que pueda generar.

Lo más normal es que las valoraciones a través de los presentes métodos no sean las que sirvan para determinar el precio de la opa. Pues en el caso del VTC, el valor de mercado de una compañía suele ser más alto que el valor en libros, mientras que, el valor de liquidación suele servir como referencia en la valoración de empresas en situación de quiebra, para determinar qué valor del negocio les quedaría a los accionistas una vez saldadas deudas y gastos de liquidación, por lo que es prácticamente uno de los métodos de valoración que ofrece resultados más bajos. Además, de que ofrecen un enfoque estático del contexto empresarial, alejándose del valor real que toda empresa en funcionamiento tiene en el mercado<sup>84</sup>.

De hecho en el caso del valor de liquidación, el legislador indica que no será preciso su cálculo si el valor obtenido por tal criterio se aleja significativamente del valor obtenido por otros métodos y esta circunstancia quede justificada<sup>85</sup>.

El tercer método supone realizar una media aritmética de la cotización diaria de las acciones de la sociedad en los últimos 6 meses. Por lo general, el mercado suele aproximar con sorprendente precisión el valor de las empresas, pero también puede resultar muy volátil en casos de incertidumbre o eventos inesperados, como puede ser el covid-19. Por

---

<sup>83</sup> VALLS MARTÍNEZ, M.C., “Métodos clásicos de valoración de empresas.”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa.*, vol. 7, n. 3, 2001, p.52

<sup>84</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.223

<sup>85</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.223

lo que este método puede llevar a la obtención de valores muy dispares, además de que no recoge las posibles tendencias que se estén dando dentro de la empresa o su sector.

En cuanto al cuarto método, éste es muy poco probable y en España han tenido lugar pocas opas donde el precio ofertado haya sido el de una opa realizada sobre la sociedad afectada en el año anterior. En cuanto a la oferta realizada en el año anterior, ésta puede ser del oferente actual o de un tercero.

En cuanto al último punto, el 9.5 e) consiste en una habilitación general al uso de aquellos métodos de valoración que se empleen en el colectivo financiero y que estén ampliamente aceptados. Esta cláusula abierta no puede considerarse como residual, como se verá más adelante. En el caso de los métodos de valoración prima aquel o aquellos que hayan sido justificados como adecuados para la determinación del precio de la oferta, sin existir ningún tipo de jerarquía u orden en cuanto a los mecanismos de valoración que se deben de usar.

Más aun, esta cláusula debe ser necesariamente abierta pues existen sectores donde las herramientas de valoración convencionales no ayudan a determinar el verdadero valor de la empresa. Este es el caso de los bancos o aseguradoras donde métodos de valoración como el de descuentos de flujos de caja no ofrecen un resultado coherente con el modelo de negocio de los mismos, ya que valoran las entidades descontando flujos de caja donde se obvia la deuda, que es prácticamente, la materia prima a partir de la cual los bancos realizan actividades operativas y generan la mayor parte de sus ingresos. Así, para este tipo de entidades se utilizan otros métodos como el modelo de dividendos descontados (DDM) o el valor liquidativo (NAV) .

De hecho, en el propio artículo 9.5d) se mencionan los métodos más populares en la actualidad entre los analistas y trabajadores ya sea fondos de capital riesgo, boutiques o entidades financieras de mayor escala. Los métodos que mencionan son:

El método de descuentos de flujos de caja: ya se analizará con más detenimiento más adelante, pero en resumen consiste en obtener el valor de una empresa en función de su capacidad para generar recursos financieros a futuro y descontado a un riesgo o rentabilidad del negocio<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> FERNÁNDEZ, P., *Métodos de Valoración de Empresas*, Documento de investigación, DI-771 IESE Business School, 2008, p.14.

Los múltiplos de compañías: es un método de valoración relativo donde hallas los múltiplos de empresas comparables (*peers*), es decir, de similar tamaño, perfil de riesgo y misma industria, a través de los resultados que publiquen. A partir de dichos múltiplos, donde el más popular es el EV/EBITDA, haces una media que servirá para calcular el valor del negocio de la empresa objeto de la valoración.

La lógica detrás de este método es muy sencilla. Por ejemplo, si se utiliza como múltiplo de referencia el EV/EBITDA y se calcula la media de éste sobre compañías homólogas y como resultado se obtiene 9x. Entonces si el EBITDA de la compañía que se está valorando es de 500 millones de euros, el valor de dicha empresa aplicando el múltiplo será de 4.500 millones de euros. EV es el valor del negocio, mientras que el EBITDA es el beneficio de la empresa antes de descontar depreciaciones y amortizaciones, intereses e impuestos<sup>87</sup>.

La valoración por múltiplos es una buena alternativa en casos donde las industrias sean muy eficientes y haya una gran eficacia como transparencia en cuanto a la información que proporcionan las empresas. En casos donde los flujos esperados de una compañía sean impredecibles, es cuando métodos sencillos y simplistas como el presente son de gran utilidad<sup>88</sup>.

Asimismo, también presenta sus desventajas pues (i) en ocasiones, no hay empresas que puedan llegar a considerarse comparables, ni similares, (ii) en el caso de las compañías cotizadas, como el mercado bursátil es muy cambiante, los múltiplos pueden variar de forma drástica en determinadas fechas, dependiendo de los movimientos del mercado, (iii) estático, al concentrarse en un momento determinado en el tiempo, no abarca el comportamiento dinámico de un negocio<sup>89</sup>.

Transacciones comparables: es un método de valoración relativo donde comparas la compañía que quieres valorar con otras que han sido recientemente adquiridas y que, como ocurre en el caso del método de valoración por múltiplos, que sean de la misma industria, con tamaño y perfil de riesgos similares, y que, a ser posible, opere en zonas

---

<sup>87</sup> GUTMANN, A., *How to be an investment banker*. Hoboken, Wiley & Sons, Inc, 2013, pp. 194-209.

<sup>88</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.223

<sup>89</sup> LÓPEZ, J., 2018. *Métodos de valoración por múltiplos* [En línea] Disponible en: <<https://economipedia.com/definiciones/metodos-valoracion-por-multiplos.html>> [Consultada realizada el 18 de abril de 2022].

geográficas parecidas<sup>90</sup>. Dentro de este método, lo más usual es no mirar más allá de las transacciones realizadas en los últimos 2 o 3 años, pues pasado este tiempo es probable que el mercado sea muy distinto y que el ámbito macroeconómico haya cambiado<sup>91</sup>.

La diferencia principal de este método de valoración con respecto al anterior es que se basa en el precio que pagó el comprador por una determinada empresa, en lugar de centrarse en los valores de mercado de los títulos de dicha empresa. Además, el precio que se obtiene a través de este método suele ser mayor debido a la prima de control, es decir, el valor atribuido a la capacidad de controlar una empresa en lugar de simplemente poseer un porcentaje del capital de la misma<sup>92</sup>.

### **5.3. Análisis y contraste del precio ofertado con la crítica**

Una vez analizada la regulación que existe a la hora de determinar el precio de una opa con exclusión subsiguiente se procederá a observar cómo se ha llevado a cabo este proceso en la opa de Masmovil y los métodos de valoración utilizados.

#### *i. Elección del método de valoración adecuado*

La contraprestación ofrecida en la presente opa es de 22,5 euros en efectivo por cada acción de Masmovil, lo que, multiplicado por su número de acciones, provoca que la oferta ascienda a un total de un poco más de 2.963 millones de euros por la totalidad del capital social de la sociedad afectada.

---

<sup>90</sup> KENTON, W., 2020. *Precedent Transaction Analysis Definition*. [En línea] Investopedia. Disponible en: <[<sup>91</sup> GUTMANN, A., \*How to be an investment banker\*. Hoboken, Wiley & Sons, Inc, 2013, pp. 210-218.](https://www.investopedia.com/terms/p/precedent-transaction-analysis.asp#:~:text=Precedent%20transaction%20analysis%20is%20a,the%20case%20of%20an%20acquisition.> [Consulta realizada el 3 de junio de 2022].</a></p></div><div data-bbox=)

<sup>92</sup> STREETOFWALLS., 2013. *Precedent Transaction Analysis | Street Of Walls*. [en línea] Disponible en: <[43](https://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/investment-banking-technical-training/precedent-transaction-analysis/> [Consulta realizada el 3 de junio de 2022].</a></p></div><div data-bbox=)



Tabla 4 Métodos de valoración aplicados a Masmovil en el Informe de Valoración

Método de valoración	Rango de valor por acción / Valor por acción	
	Importes en euros por acción	
Metodología Descuento de Flujos de Caja (DFC)	19,92	24,29
Cotización media ponderada de las acciones durante el semestre y año inmediatamente anteriores a 1 de junio de 2020 <sup>(1)</sup>	17,44	18,79
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	15,65	19,08
Múltiplos de transacciones precedentes	17,40	18,62
Precio de transacciones precedentes en el capital de la Sociedad Afectada	18,45	22,09
Valor teórico contable consolidado de la Sociedad Afectada a 31 de diciembre de 2019	0,78	
Valor teórico contable consolidado de la Sociedad Afectada a 31 de marzo de 2020	0,95	
Valor liquidativo	No calculado por considerarse significativamente inferior a los demás métodos	
Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad mediante una oferta pública de adquisición de acciones en el año precedente	No ha habido	

Fuente: Folleto de opa MASMOVIL IBERCOM, S.A., 2020

En la TABLA 4, se aprecia cómo para determinar el valor del negocio se utilizan todos los métodos de valoración descritos en el artículo 10.5 RDOPAS.

El primer punto que puede resultar controvertido es si se ha considerado el método de valoración adecuado como referencia, o si debiera de haber primado otro mecanismo de valoración. En este sentido y atendiendo al primer párrafo del artículo 10.5 RDOPAS, en el propio folleto aparecen los métodos que se han considerado adecuados en el informe de PWC y su correspondiente justificación.

Así se considera como método principal o más adecuado el de Descuento de Flujo de Caja, y como otros métodos adecuados la cotización media ponderada del semestre y **año** anteriores, como el de transacciones privadas precedentes sobre el capital de la sociedad afectada. Para contrastar los valores obtenidos por las valoraciones consideradas adecuadas, utilizan la valoración por múltiplos tanto de compañías comparables como de transacciones en el sector.

Por último, no se consideran adecuados como se podía esperar (i) el valor teórico contable, pues al ser un método de valoración estático que se basa en principios contables, no recoge el verdadero valor de mercado de Masmovil, ni valora los flujos futuros que pueda generar la empresa o la rentabilidad que los accionistas exigen a sus aportaciones. Por ello, arroja un resultado mayúsculamente bajo. (ii) el valor liquidativo, pues posee las

mismas limitaciones que el valor contable, además devolvería un precio por acción aún menor teniendo en cuenta que se venderían los activos, sin beneficiarse del valor de los intangibles y del fondo de comercio, por último, (iii) el valor de contraprestación ofrecida con anterioridad no resulta adecuado porque no se da el supuesto de hecho.

La selección del método de valoración de descuento de flujos de caja como referencia principal para determinar el precio resulta razonable por los siguientes motivos:

La **primera razón** es que, dada su propia definición y cálculo, es un método que no solo se basa en datos históricos, sino que halla un valor intrínseco a partir de estimaciones razonables de los flujos futuros para las distintas líneas de negocio, descontadas a un riesgo o rentabilidad exigida del mismo, todo ello, teniendo presente el valor temporal de los mencionados flujos. De esta forma, no se limita a la concepción estática donde se paralizan las cuentas y a partir de ahí se obtiene una valoración, sino que refleja una concepción dinámica considerando y aplicando el supuesto de empresa en funcionamiento. En base a esta perspectiva dinámica y al valor intrínseco que se obtiene parece razonable el uso de este método de valoración<sup>93</sup>.

La **segunda razón** que justifica la adecuación de este método es la preeminencia del mismo en la valoración de opas, sobre todo en las opas de exclusión. Así como se puede observar en la TABLA 6 (Ver ANEXO 3) que recoge las opas realizadas en los últimos 4 años y su respectivo método de valoración, en las últimas 14 opas vía artículo 10 u 11 RDOPAS, 13 han considerado como el método de valoración más adecuado el de Descuento de Flujos de Caja, es decir, un 93%. Por ello, parece ser que hay un consenso tácito en que el método de valoración más completo para este tipo de valoraciones es el DCF.

Dentro de este punto, es interesante mencionar lo señalado en la sentencia de la Audiencia Nacional del 5 de abril de 2019, casada por la Sentencia 1582/2020, de 23 de noviembre.

En la primera resolución se determina que para el cálculo de la opa realizada a la sociedad CEMENTOS PORTLAND VALDERRIBAS S.A., no procedía el empleo de la valoración mediante descuento de flujos de caja al considerarlo un método de carácter residual, instando que se debía usar el valor teórico contable, pues según la AN el método

---

<sup>93</sup> GUTMANN, A., *How to be an investment banker*. Hoboken, Wiley & Sons, Inc, 2013, pp. 219-238.

ha sido “utilizado otras veces y siempre considerado adecuado por la CNMV”<sup>94</sup>. Dudosas indicaciones por parte de la Audiencia, pues como se observa la TABLA 7, el VTC tan solo se había considerado como el método principal de valoración en la opa de BODEGAS BILBAINAS, además compartiendo protagonismo con el DCF y el método de transacciones precedentes comparables.

Así, la STS en casación y refiriéndose al punto anterior, declara la inexistencia de prelación en cuanto a los métodos de valoración del precio de la oferta de exclusión. De esta forma apela al aforismo *in claris non fit interpretatio*, indicando lo siguiente: “*la claridad del tenor literal del precepto transcrito no permite obtener otra conclusión que no sea la de entender que no existe ningún tipo de prelación entre los métodos que en él aparecen citados*”<sup>95</sup>. Así, el TS entiende que no existe ningún método de valoración con carácter residual, sino que el artículo 10.5e) RDOPAS, deja abierta la posibilidad de que se use cualquier otro método de valoración para determinar el precio siempre que se cumplan dos condiciones: (i) aplicabilidad y adecuación al caso, así como, (ii) aceptación por la comunidad financiera internacional.

En línea con esta sentencia del Tribunal Supremo, se encuentra la STS de 23 de mayo de 2005, donde ya se aprecia como incluso antes de la aprobación de la ley 6/2007 que recoge expresamente el criterio de valoración de descuento de flujos de caja, el uso de este método de valoración ya se adoptaba con frecuencia. Esto se debe a la habilitación genérica que ya se venía haciendo en el artículo 7 del RD 1197/1991 donde atendiendo a la literalidad del artículo se indica que la CNMV deberá de tener en cuenta “al menos” los siguientes criterios, dejando abierta la posibilidad de emplear otros mecanismos de valoración<sup>96</sup>.

La **tercera razón** que justifica el uso del método de descuento de flujos de caja como el más adecuado, es que, como se observa en la TABLA 4, es la herramienta de valoración que arroja un rango más alto, lo que demuestra que no se ha escogido dicho método para alcanzar unas mejores condiciones en cuanto al precio. Sobre este punto, cabe destacar que el artículo 10.6 RDOPAS no exige que el precio sea determinado por el resultado de

---

<sup>94</sup> Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 143/2017, de 5 de abril de 2019, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

<sup>95</sup> Sentencia del TS núm. 1582/2020, de 23 de noviembre de 2020, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

<sup>96</sup> Sentencia del TS núm. 2414/2002, de 23 de mayo de 2005, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

aquel método de valoración que arroje un valor más alto, sino que a tenor literal del artículo deber ser el método de valoración que valorado de forma conjunta con el resto se justifique como adecuado y relevante.

Este mismo punto lo recoge la sentencia de la Audiencia Nacional de 1 de octubre de 2003, indicando lo siguiente: *“El precepto no establece que el precio de la OPA deba ser el más alto de los mencionados, ni siquiera la media aritmética de todos los utilizados. la única limitación para que la CNMV pueda autorizar el precio presentado por el oferente radica en que dicho precio no puede ser inferior al resultado de la apreciación conjunta de todos los valores<sup>97</sup>.”*

Sin embargo, en la práctica suelen coincidir el método de valoración adecuado con el que arremete un valor más alto, que suele ser el DCF. Así como se observa en la TABLA 6, en los últimos 4 años en tan solo un 30% de las opas se ha usado un método de valoración que no fuera el que diese un resultado más alto. En cuanto a este punto se aprecian sentencias en las que había un conflicto entre qué método de valoración era el adecuado para determinar el precio de la opa donde el tribunal falló en favor del método de valoración que otorgaba un resultado más alto, como ocurre en la SAN del 1 de octubre de 2003<sup>98</sup> y SAN del 5 de abril de 2019<sup>99</sup>. De esta forma, y a partir del análisis realizado se puede determinar que existe una presunción implícita en favor del precio más alto calculado por los métodos de valoración.

En el **cuarto motivo** no solo se defiende la evaluación del método DCF como método más adecuado, sino que también la del método de cotización media ponderada, el cual no se consideraba el método principal pero sí se calificaba como adecuado.

Así en la carta del fondo de capital riesgo Polygon, accionista minoritario de Masmovil durante el lanzamiento de la opa, se puntualiza el hecho de que la entidad oferente aprovecha el impacto del COVID sobre la economía y empresas, para justificar un precio a la baja de las acciones de Masmovil.

---

<sup>97</sup> Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 151/2000, de 1 de octubre de 2003, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

<sup>98</sup> Cfr. Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 151/2000, de 1 de octubre de 2003, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

<sup>99</sup> Cfr. Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 143/2017, de 5 de abril de 2019, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

Tras el análisis del folleto y la justificación de los métodos de valoración que se dan en la práctica, se puede afirmar que este aprovechamiento no tiene lugar. De esta forma, al calcular el modelo DCF se parte de dos escenarios, uno más negativo y otro más positivo, basándose en un *guidance* o proyecciones de partidas financieras pre-covid, además de que se detalla la realización de ajustes para mitigar el impacto que puede tener sobre la valoración la pandemia.

En cuanto a la cotización media ponderada, al calcularla PwC en su informe, sí tiene en cuenta el desplome de las cotizaciones durante los últimos meses. Así, realiza un primer cálculo atendiendo el sentido literal de la ley, obteniendo como resultado el que aparece en la TABLA 4, sin embargo, consciente de la situación y de que la cotización es menor debido al COVID, procede a realizar un segundo cálculo donde ofrece la cotización media ponderada para el semestre y año anterior al 11 de marzo de 2020, que fue cuando declaró la pandemia por primera vez la Organización Mundial de Salud. Así, dichos resultados también son inferiores a la valoración por parte del DCF siendo de 19,59 y 19,77 euros la acción, respectivamente.

Así, no se considera que hubo aprovechamiento por parte de la sociedad oferente de la situación de pandemia estaba teniendo lugar durante el lanzamiento de la opa.

#### *ii. Valoración del desarrollo del cálculo del método DCF*

En la carta de Polygon y crítica de PwC, no se critica tanto la elección del método de descuento de flujos de caja como el método escogido para determinar el precio de la oferta, sino que se critica más a fondo al cálculo y forma que usa PwC a la hora de desarrollar dicha herramienta de valoración.

Por lo general, el método de valoración de flujos de caja no es perfecto, al igual que el resto de los métodos cuenta con una serie de desventajas que hacen que sus resultados puedan resultar erróneos o controvertidos. Entre las principales críticas destacan (i) la ausencia de relatividad, donde solamente se centra en sus capacidades y flujos futuros, sin hacerse ninguna comparación relativa con empresas comparables, lo que provoca falta de perspectiva en el modelo, (ii) utilidad limitada a aquellas empresas sobre las que se pueda estimar unos flujos de caja predecibles o estables, pues de no ser así se estaría calculando todo el negocio sobre una base errónea y, por último, la desventaja que más relación tiene con la crítica es la (iii) dependencia absoluta del resultado a unas

estimaciones que pueden verse sesgadas por el autor del modelo, así si un analista considera que la empresa tiene una proyección magnífica, proyectará unas ventas, margen de beneficio altas, al mismo tiempo que podrá estimar una inversión en activos fijos (*CAPEX*) más bajas, entre otros<sup>100</sup>.

Los dos primeros argumentos de la carta de Polygon en cuanto a la valoración del DCF guardan relación con este último punto, destacan que se han inflado las predicciones del *CAPEX* y que se ha modificado la tendencia de las necesidades operativas de financiación. Estas dos alegaciones provocan que los flujos de caja libre estimados sean menores y, por ende, tanto el valor del negocio como el precio intrínseco por acción disminuyan, sesgando así el modelo para que la sociedad oferente, en nuestro caso, LORCA TELECOM BIDCO SAU, tenga que ofrecer un precio menor en la oferta.

Como ejemplo de esta acción donde se critica el hecho de que en el informe se ha inflado el *CAPEX* estimado, en el anexo primero de la carta de Polygon, se introduce una gráfica que demuestra el diferencia de valor entre el *CAPEX* estimado en un *guidance* de Masmovil y el del informe de PwC. En cuanto a esta crítica y reiterando que el modelo DCF es altamente dependiente de las proyecciones de su autor, no se puede exigir que el experto independiente haga unas estimaciones idénticas a la de la empresa que está valorando, sino que debe tener su margen de actuación para valorar y hacer las estimaciones que considere convenientes en base a los estudios y perspectivas que esta empresa misma determine.

Además, en el propio informe independiente se puntualiza que la proyección del *CAPEX* de 2021 difiere del *guidance* porque PwC considera o asume una mayor inversión comercial en activos fijos en ese año. Por un lado, en el informe de PwC se estimaba una inversión en activos fijos de un poco más de 301 millones (ver ANEXO 4), mientras que en el *guidance* el *CAPEX* estimado era de más de 45 millones inferior siendo este de 255 millones (ver ANEXO 5). Ante esta situación como ya se verá más adelante, la CNMV solo tiene la facultad de observar que PwC haya justificado correctamente esta partida y que se haya seguido el cálculo en el modelo DCF conforme a la norma reglamentaria que lo regule.

---

<sup>100</sup> POLYGON., 2020. *EUP1-Segunda-carta-CNMV-Masmovil*. [en línea] Mma.prnewswire.com. Disponible en: <[https://mma.prnewswire.com/media/1232011/EUP1\\_Segunda\\_carta\\_CNMV\\_Masmovil\\_with\\_report\\_Spanish.pdf](https://mma.prnewswire.com/media/1232011/EUP1_Segunda_carta_CNMV_Masmovil_with_report_Spanish.pdf)> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].

La respuesta a si la proyección del CAPEX era muy alta se encuentra en las cuentas anuales de Masmovil en 2021, publicadas el pasado 5 de abril de 2022. Estos estados financieros demuestran (i) que PwC en su informe había hecho una suposición brillante en cuanto a la inversión comercial en activos fijos, pues esta ascendió 97 millones con respecto al año anterior, y (ii) que se habían quedado cortos en cuanto a la proyección, pues el CAPEX en 2021 ha resultado ser de 424 millones (Ver ANEXO 6), mucho mayor que el previsto tanto por el *guidance* como por PwC. Estos datos justifican aún más el hecho de que PwC no infló las predicciones.

En línea con lo explicado anteriormente, en la carta de Polygon<sup>101</sup> también se critica cómo se infravalora las sinergias ocasionadas por las adquisiciones más recientes, en especial, la de Lycamobile. En este sentido, determinar el valor añadido que puede aportar una sinergia a una compañía es de las valoraciones más subjetivas que pueden existir, por lo que demostrar que ha existido una infravaloración de una sinergia es una tarea muy difícil porque depende de las asunciones y variantes que haya considerado cada uno<sup>102</sup>.

Asimismo, otros factores dan a entender que el precio calculado a partir del DCF no ha vulnerado el principio de protección del accionista minoritario y es, por ende, un precio adecuado, son: (i) una aceptación de la opa por parte del 86,41% del paquete accionarial es elevado, de hecho, casi se alcanza el umbral para poder ejercitar la compraventa forzosa. Este porcentaje es un primer indicio de que el precio calculado era apropiado. (ii) También que el precio de la oferta representa una prima de un poco más de un 20% sobre el precio de cotización de las acciones del grupo un día antes de la solicitud de autorización. Por lo que los accionistas minoritarios sí que se beneficiarían de esa hipotética prima de control que se paga en una operación típica de M&A, lo que actúa en favor de sus intereses.

### iii. *Crítica a la función de la CNMV*

En cuanto a la crítica donde se resalta el hecho de que tan solo transcurren 5 días desde que PwC presenta el informe justificativo del precio y que la CNMV autoriza la opa. Aquí

---

<sup>101</sup> POLYGON., 2020. *EUP1-Segunda-carta-CNMV-Masmovil*. [en línea] Mma.prnewswire.com. Disponible en: <[https://mma.prnewswire.com/media/1232011/EUP1\\_Segunda\\_carta\\_CNMV\\_Masmovil\\_with\\_report\\_Spanish.pdf](https://mma.prnewswire.com/media/1232011/EUP1_Segunda_carta_CNMV_Masmovil_with_report_Spanish.pdf)> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].

<sup>102</sup> GUTMANN, A., *How to be an investment banker*. Hoboken, Wiley & Sons, Inc, 2013, p. 296.

cabe entender cuál es la función de esta organización y qué extensión tiene la misma, para después proceder a dar respuesta a dicha crítica.

Así, al amparo del artículo 21.1 y 21.2 RDOPAS, la CMNV realiza una labor de análisis del folleto presentado, a partir del cual determinará si acepta o deniega la oferta. Además, en el caso de producirse la denegación, esta deberá ser motivada y justificada en el RDOPAS, TRMLV y demás normativa aplicable.

Así a partir de la literatura de los pasados artículos, se puede entender que, en cuanto a la regulación del precio, la CNMV posee la facultad de revisión formal del mismo, verificando que se haya cumplimentado los procedimientos reglamentarios de determinación de éste.

La sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo de 2005 ahonda dentro de las funciones que tiene la CNMV en la materia. Así, la sentencia juzga que en las resoluciones de la CNMV de aceptación o denegación de una opa contaban con una sumaria motivación de las razones por las que se decantaba por un lado u otro, sin entrar a valorar la adecuada utilización de la normativa reglamentaria relativa a la determinación del precio. Por ello, a partir del 2005 y a instancias de la sentencia descrita, la CNMV debe justificar aquellas razones y motivos por los que autoriza o no una opa de exclusión atendiendo al deber de motivación, figura necesaria en aras de proteger los principios de seguridad jurídica y de interdicción de la arbitrariedad de los poderes públicos<sup>103</sup>. Esta sentencia y sus principios se vuelven a ratificar en la resolución del Tribunal Supremo de 21 de marzo de 2013<sup>104</sup>.

Más aun siguiendo la misma línea jurisprudencial se encuentra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 27 de diciembre de 2013, donde se considera por parte del demandante que la autorización de la CNMV no se encontraba lo suficientemente motivada o fundada. En cuanto a esta falta de motivación el alto tribunal indica lo siguiente: *La jurisprudencia sobre este punto es muy clara y considera que la motivación del acto se integra, sin dificultad, con todos los elementos de información que se encuentran en el expediente, en la medida en que la resolución los haya tomado en consideración como base o apoyo de la decisión final. Por lo tanto, los informes que la decisión valora y asume y a los que expresamente se remite, forman parte indisoluble del*

---

<sup>103</sup> Sentencia del TS núm. 2414/2002, de 23 de mayo de 2005, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

<sup>104</sup> Sentencia del TS núm. 2805/2013, de 21 de marzo de 2013, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022



*acto e integran su motivación*<sup>105</sup>. Entendiéndose así que, si la CNMV considera que dentro del folleto informativo se encuentra justificado el precio, puede remitirse a éste para motivar la autorización.

Además, desde la introducción en el ordenamiento jurídico español de las excepciones a la opa de exclusión del artículo 11 RDOPAS, la CNMV ve limitada de forma considerable su margen de discrecionalidad y por ello, su labor se reduce a supervisar que concurren los requisitos exigidos por la norma citada<sup>106</sup>.

Así una vez se tiene claro que la función de la CNMV se basa en autorizar o denegar a partir de una resolución motivada las opas, y que su tarea más práctica consiste en la comprobación de que se han cumplimentado los requisitos reglamentarios para justificar el precio, sin que en ningún caso pueda fijar el precio de la oferta, se puede entender que el plazo de 4 días naturales, aunque sea muy justo, es suficiente para realizar dicha labor.

Además de que no existe ningún plazo mínimo de consideración, lo que sí exige la ley, de acuerdo con el artículo 21.3 RDOPAS<sup>107</sup> es un plazo máximo de 20 días desde que se recibe la solicitud, o en su caso, los documentos complementarios que se requieran, plazo que sí se cumple por parte de la CNMV.

---

<sup>105</sup> Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 87/2012, de 27 de diciembre de 2013, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

<sup>106</sup> GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de cotización”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p.223

<sup>107</sup> Dicho precepto indica lo siguiente: “*El acuerdo de autorización o denegación deberá adoptarse en un plazo de veinte días hábiles a partir de la recepción de la solicitud.*”

## CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES

1. La evolución histórica tanto en la Unión Europea como en territorio español de la figura de la Oferta Pública de Adquisición y de sus tipos, ha seguido un cauce largo y arduo, desembocando en tres principales cuerpos legales que son los que a día de hoy rigen esta figura: (i) la Directiva 2004/25/CE, (ii) el Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores de 2015 y, por último, (iii) el tan citado durante el transcurso del trabajo Real Decreto 1066/2007 o RDOPAS.
2. La entrada en vigor de la Ley 6/2007 por la que se reforma la LMV de 1988 supone un antes y un después en la regulación y situación tanto teórica como práctica de las ofertas públicas de adquisición. Por un lado, de manera teórica se produce el tránsito de una opa parcial y *a priori*, a una opa total y *a posteriori*, donde las dos grandes diferencias residen en que en esta última el control de la sociedad precede a la opa y se plasma la obligación de realizar la oferta sobre la totalidad del capital social de la empresa objetivo en aras de garantizar el principio de igualdad de trato entre los accionistas. En cuanto al contexto práctico, dicha reforma supuso un descenso radical en el número de opas que se llevan a cabo anualmente, se pasa de una media casi 18 opas autorizadas al año, a un poco más de 5 opas autorizadas anualmente, como se puede apreciar en la TABLA 1. Esta situación se debe a una regulación más rigurosa y centrada en la protección de los accionistas minoritarios.
3. Las opas de exclusión tienen una regulación aún más rigurosa y estricta que el resto de opas puesto que su fundamento jurídico va más allá de la defensa de los accionistas ante un cambio de control de la sociedad. En este sentido, se busca proteger al accionista de la pérdida de liquidez de sus valores a causa de la exclusión de negociación en mercados secundarios, lo que conlleva mayor dificultad en la colocación de los mismos y un grado menor de información recibido por parte de la sociedad. Esta especial protección se refleja en mayor medida en la regulación del precio que se debe ofertar en la opa y en el hecho de que la contraprestación para las ofertas de exclusión debe ser exclusivamente en dinero.
4. Las opas de exclusión en sentido estricto que recoge el artículo 10 RDOPAS, como los mecanismos más la habilitación genérica del artículo 11 del mismo cuerpo legal,

tienen un papel y trascendencia mayúsculos, siendo las vías que se deben emplear para lograr la exclusión de negociación en una sociedad cotizada. Además, como se observa en el GRÁFICO 1, son el formato de opa predominante en la práctica, pues han supuesto un 62% de las ofertas públicas de adquisición autorizadas en los últimos diez años.

5. Dentro de la regulación de las opas de exclusión, las excepciones del artículo 11 RDOPAS tienen un papel fundamental conformando la vía empleada para excluir a una sociedad cotizada de bolsa en el 53% de los casos en los que efectivamente se lleva a cabo dicha exclusión como se aprecia en el GRÁFICO 2. Además, en los últimos 4 años está empezando a entreverse una tendencia hacia el uso de estos mecanismos, especialmente a los de orden mantenida de compra y compraventa forzosa.
6. Dentro del marco estudiado, la opa de Masmovil se encuadra dentro de las opas con exclusión subsiguiente a partir de una orden mantenida de compra, es decir, dentro de aquellas opas recogidas en el artículo 11.d) RDOPAS. Sin embargo, en el caso de haber superado el umbral de aceptación del 90% podrían haber logrado la exclusión de bolsa a partir de la compraventa forzosa. Esto provoca que, pese a que la opa sea voluntaria, el precio que se fije en la misma se rija por la normativa recogida en los artículo 9, 10.5 y 10.6 RDOPAS.
7. La regulación que se exige en cuanto al precio ofertado en las opas de exclusión va más allá del que se exige al resto de opas debido a la especial protección del accionista minoritario que ofrece esta figura. Así mientras que en las opas en general, se requiere un precio equitativo, para las ofertas e instrumentos alternativos de exclusión dicho precio equitativo no conforma más que un suelo que debe ser contrastado con una justificación razonable y conjunta de los resultados que arrojen los métodos de valoración del artículo 10.5 RDOPAS.
8. El método de descuentos de flujos de caja es apropiado para la valoración de Masmovil, pues conceptualmente goza de la cualidad de no estancarse en los datos del pasado, adoptando una postura dinámica en la que se estiman los flujos de caja de la empresa a futuro, teniéndose así constancia del futuro de la empresa en la

valoración. Más aun, como se observa en la TABLA 6 (ver ANEXO 3), es el mecanismo de valoración usado por excelencia en la gran mayoría de las opas de exclusión, habiéndose empleado en el 93% de las opas de este tipo en los últimos 4 años.

9. El uso del método de valoración en la opa de Masmovil también se ve justificado en el hecho de que es el mecanismo que arroja un valor más alto, cualidad que legalmente no es obligatoria como bien razona la SAN de 1 de octubre de 2003, pero que sí suele ser determinante a la hora de escoger el método de valoración adecuado, habiéndose fijado este criterio en el 70% de las opas de los últimos 4 años, como se aprecia en la TABLA 6.
10. El desarrollo del cálculo del método DCF no parece haber sido determinado a la baja como criticaban Polygon y FWC, pues es un método esencialmente subjetivo basado en el arte de saber leer la situación tanto de una empresa como de su mercado y de todos aquellos factores macroeconómicos que vayan a impulsar las actividades y el negocio de la misma. Así, PwC tenía una lectura distinta del CAPEX, fondo de maniobra y valor añadido de las sinergias que no difería cuantiosamente del ya estimado por Masmovil, fruto de una distinta perspectiva del mercado y de las labores comerciales futuras del Grupo Masmovil. Con el paso del tiempo, las cuentas anuales del Grupo Masmovil han dado la razón al informe de PwC, donde sus estimaciones eran mucho más precisas que las alegadas, incluso quedándose cortos en algunas estimaciones.
11. La CNMV, a raíz del análisis jurisprudencial realizado, tiene la función de revisar formalmente el procedimiento y precio de la opa, para determinar si acepta o deniega la misma, formulando una resolución convenientemente motivada con las razones que le llevan a tomar una decisión u otra en aras de proteger los principios de seguridad jurídica y de interdicción de las arbitrariedades de los poderes públicos. El hecho de autorizar la opa habiendo contado con tan solo 4 días laborales para revisar el folleto justificativo del precio, no supone la vulneración de ningún precepto legal, además de considerarse un tiempo justo pero suficiente para realizar sus funciones.

12. Como puntos futuros a analizar dentro de la temática estudiada, sería interesante valorar si cabe la posibilidad de dotar de cierto carácter vinculante, responsabilidad o facultad de imponer sanciones a aquellas sociedades oferentes que incumplen con lo estipulado en el Capítulo IV del folleto de la opa en la que ellos sean actores. En este capítulo se esgrimen las intenciones o planes de la sociedad oferente sobre la afectada tras la opa, “promesas” que en muchos casos una vez aceptada la opa, ni se intentan perseguir. Los temas sobre los que suelen versar dichos propósitos del capítulo cuatro suelen ser: intenciones sobre las actividades futuras de la empresa, mantenimiento de los puestos de trabajo, emisión de valores, reestructuraciones societarias, política de dividendos, o intenciones con respecto a la cotización de los valores.

## CAPÍTULO 7. BIBLIOGRAFÍA

### 7.1 Doctrina

- CAMPUZANO, A., CONLLEDO LANTERO, F. y PALOMO ZURDO, R.J., *Los Mercados Financieros*. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 1-1.092
- DE CARLOS, L., "Directiva de OPAS", en AA.VV., *Estudios sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, t.II, Madrid, 2004.
- DÍAZ MORENO, A., "La neutralización de las medidas de defensa anti-OPA", en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp.513-555.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "El Precio equitativo en una OPA (I)", en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 245-278.
- FERNÁNDEZ, P., *Métodos de Valoración de Empresas*, Documento de investigación, DI-771 IESE Business School, 2008, pp. 1-52.
- FERNÁNDEZ-RAÑADA, C., *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas, 2017.
- GIRGADO PERANDONES, P., "La OPA de exclusión de cotización", en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 215-244.
- GUTMANN, A., *How to be an investment banker*. Hoboken, Wiley & Sons, Inc, 2013, pp. 1-446.
- JUSTE MENCÍA, J., y RECALDE CASTELLS, A., *Derecho de OPAS*. Valencia, Tirant lo Blanch, 2010.
- LÓPEZ HERNÁNDEZ, A., "Exclusión de negociación tras una OPA con contraprestación en acciones", en ORTEGA BURGOS, E y ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M, (coord.), *Actualidad Mercantil 2021*. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 964-967.
- ORTEGA BURGOS, E y ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., *Actualidad Mercantil 2021*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 1-1.052
- RECALDE CASTELLS, A., "Régimen jurídico de las OPAS. Concepto, función económica y principios de la ordenación", en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A (coord.), *Derecho de OPAS*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 27-58.
- SÁNCHEZ-CALERO, J., "La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas", *Documentos de Trabajo del departamento de Derecho Mercantil*, n. 3, 2006.
- TAPIA HERMIDA, A., "Las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores", en CAMPUZANO, A., CONLLEDO LANTERO, F. y PALOMO ZURDO, R.J., *Los Mercados Financieros*. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 867-890.

VALLS MARTÍNEZ, M.C., “Métodos clásicos de valoración de empresas.”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa.*, vol. 7, n. 3, 2001, p.52.

VICENT CHULIÁ, F., *Introducción Al Derecho Mercantil*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 2.824-2852

## 7.2 Legislación

Decisión del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se adopta el Informe anual sobre la situación económica de la Comunidad y se establecen las orientaciones de política económica para 1986 (DOUE 31 de diciembre de 1985)

Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio (BOE 15 de julio de 1967).

Directiva 2004//25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. (DOUE 30 de abril de 2004)

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE 29 de julio de 1988).

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE 4 de abril de 2009).

Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 2 de agosto de 1991)

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007)

Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios (BOE 19 de septiembre de 1980).

Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, por el que se deroga el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, y se establece una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios (BOE 16 de febrero de 1984).

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

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 de octubre de 2015).

Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores (BOE 30 de diciembre de 2017).

### 7.3 Jurisprudencia

Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 143/2017, de 5 de abril de 2019, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 151/2000, de 1 de octubre de 2003, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 87/2012, de 27 de diciembre de 2013, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 2414/2002, de 23 de mayo de 2005, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 1582/2020, de 23 de noviembre de 2020, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022.

Sentencia del Tribunal Supremo núm. 2805/2013, de 21 de marzo de 2013, (versión electrónica de Aranzadi Digital). Fecha de última consulta: 4 de junio de 2022

### 7.4 Recursos de internet

ALBA, C., 2021. *MásMóvil se hace con el 98% de Euskaltel*. [en línea] El Correo. Disponible en: <<https://www.elcorreo.com/economia/empresas/masmovil-euskaltel-20210805143718-ntnc.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>> [Consulta realizada el 3 de junio de 2022].

CARRETERO, E., 2007. *La nueva ley de opas*. [En línea] Expansion.com. Disponible en: <<https://www.expansion.com/especiales/leydeopas/posteriori.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

CINVEN, 2022. *Cinven - Focused European Integrated World-class*. [en línea] Disponible en: <<https://cinven.com/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].

CNMV, 2009. *Las opas. Qué son y cómo actuar*. [En línea] Disponible en: <[https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO\\_OPA.PDF](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF)> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

DEEGAN, C., 2021. *Necesaria consolidación de las telecomunicaciones en España*. [En línea] EXPANSION. Disponible en: <<https://www.expansion.com/opinion/2021/12/16/61ba1dd4468aebf3108b460c.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].

REAL ACADEMIA ESPAÑOLA: Diccionario de la lengua española, 23.<sup>a</sup> ed., [versión 23.5 en línea]. <<https://dle.rae.es>> [2 de junio de 2022].



- EL MUNDO FINANCIERO. 2020. *Irregularidades en Junta General accionistas MásMóvil*. [en línea] Disponible en: <<https://www.elmundofinanciero.com/noticia/90539/empresas/irregularidades-en-junta-general-accionistas-masmovil.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].
- EL PAÍS. 1989. *Un grupo francés presenta una OPA por el 100% de la papelera Guarro*. [En línea] Disponible en: <[https://elpais.com/diario/1989/10/27/economia/625446011\\_850215.html](https://elpais.com/diario/1989/10/27/economia/625446011_850215.html)> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].
- FERNÁNDEZ, M., 2006. *OPV de Vocento - Expansión.com*. [En línea] Expansion.com. Disponible en: <<https://www.expansion.com/especiales/leydeopas/nuevasreglascap1.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].
- FERNÁNDEZ, P., 2022. *Más sobre la adquisición de MásMóvil*. [En línea] Vozpópuli. Disponible en: <<https://www.vozpopuli.com/opinion/adquisicion-masmovil.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].
- FERNÁNDEZ, P., 2022. *La adquisición de MásMóvil: ¿errores de la CNMV, PwC...?*. [En línea] Vozpópuli. Disponible en: <<https://www.vozpopuli.com/opinion/masmovil-errores-cnmv-pwc.html>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].
- GALLEGO, D., 2017. *De opa en opa y tiro porque son tropa*. [En línea] BBVA NOTICIAS. Disponible en: <<https://www.bbva.com/es/opa-opa-tiro-tropa/>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].
- GRUPO MASMOVIL. 2022. *Investors - Grupo MASMOVIL*. [en línea] Disponible en: <<https://grupomasmovil.com/en/investors/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].
- KENTON, W., 2020. *Precedent Transaction Analysis Definition*. [En línea] Investopedia. Disponible en: <<https://www.investopedia.com/terms/p/precedent-transaction-analysis.asp#:~:text=Precedent%20transaction%20analysis%20is%20a,the%20case%20of%20an%20acquisition.>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].
- KKR & Co. Inc. – Investor Relations.2022. [en línea] Disponible en: <<https://ir.kkr.com/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2020].
- IRIGOYEN, L., 2022. *EQT se hace con Solarpack con la aprobación casi unánime de sus accionistas*. [en línea] Crónica Vasca. Disponible en: <[https://www.cronicavasca.com/empresas/eqt-compra-solarpack-con-aprobacion-unanime-accionistas\\_569202\\_102.html](https://www.cronicavasca.com/empresas/eqt-compra-solarpack-con-aprobacion-unanime-accionistas_569202_102.html)> [Consulta realizada el 3 de junio de 2022].
- LÓPEZ, J., 2018. *Métodos de valoración por múltiplos* [En línea] Disponible en: <<https://economipedia.com/definiciones/metodos-valoracion-por-multiplos.html>> [Consultada realizada el 3 de mayo de 2022].
- MCLLEAN, H., 2015. *Orange finalizes acquisition of last Jazztel shares*. [En línea] Disponible en: <<https://www.fiercewireless.com/europe/orange-finalises-acquisition-last-jazztel-shares#:~:text=Orange%20announced%20it%20has%20completed,ownership%20to%20100%20per%20cent.>> [Consulta realizada el 6 de junio de 2022].

- MEDINA, J., 2020. *Polygon cuestiona la OPA de KKR sobre MásMóvil y pide a la CNMV que la investigue.* [en línea] El Español. Disponible en: <[https://www.elespanol.com/invertia/empresas/tecnologia/20200624/polygon-cnmv-asegure-validez-terminos-opa-masmovil/500200343\\_0.html](https://www.elespanol.com/invertia/empresas/tecnologia/20200624/polygon-cnmv-asegure-validez-terminos-opa-masmovil/500200343_0.html)> [Consulta realizada el 5 de junio de 2020].
- URÍA MENÉNDEZ, 2007. *Reforma de la ley del mercado de valores para la transposición al derecho español de la directiva de opas.* [En línea] Disponible en: <<https://www.uria.com/documentos/circulares/161/documento/760/OPAS.htm?id=760>> [Consulta realizada el 5 de junio de 2022].
- POLYGON, 2020. *EUP1-Segunda-carta-CNMV-Masmovil.* [en línea] Mma.prnewswire.com. Disponible en: <[https://mma.prnewswire.com/media/1232011/EUP1\\_Segunda\\_carta\\_CNMV\\_Masmovil\\_with\\_report\\_Spanish.pdf](https://mma.prnewswire.com/media/1232011/EUP1_Segunda_carta_CNMV_Masmovil_with_report_Spanish.pdf)> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].
- PROVIDENCE EQUITY. 2022. *We invest in businesses that help the world.* [en línea] Disponible en: <<https://www.provequity.com/>> [Consulta realizada el 4 de junio de 2022].
- STREETOFWALLS. 2013. *Precedent Transaction Analysis.* [en línea] Disponible en: <<https://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/investment-banking-technical-training/precedent-transaction-analysis/>> [Consulta realizada el 4 junio de 2022].

## 7.5 Folletos de opas consultados

- Folleto explicativo de la opa, remitido por DS SMITH PLC a la CNMV el [20 de noviembre de 2018]. DS SMITH PLC. *Re: Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Papeles y Cartones de Europa, S.A.* [en línea]. Noviembre, 2018, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={5596ced9-dc2f-4c43-8a0b-e7de2006469e}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-92
- Folleto explicativo de la opa, remitido por MAPFRE ESPAÑA COMPAÑIA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A. a la CNMV el [29 de octubre de 2018]. MAPFRE ESPAÑA COMPAÑIA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A.. *Oferta pública de adquisición de acciones formulada por Mapfre España, compañía de seguros y reaseguros, S.A. Para su exclusión de cotización.* [en línea]. Octubre, 2018, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={e36c734c-5088-4134-90bb-f0b3ca0acf13}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-56
- Folleto explicativo de la opa, remitido por MHG CONTINENTAL HOLDING (SINGAPORE) PTE. LTD.a la CNMV el 25 de septiembre de 2018. MHG CONTINENTAL HOLDING (SINGAPORE) PTE. LTD. *Oferta pública obligatoria de adquisición de acciones de NH Hotel Group, S.A. formulada por MHG Continental Holding (Singapore) PTE. LTD* [en línea]. Septiembre, 2018, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={43beb4f2-64ed-4ab3-8875-bad81199b961}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-77
- Folleto explicativo de la opa, remitido por ALZETTE INVESTMENT S.À R.L. a la CNMV el 27 de junio de 2018. ALZETTE INVESTMENT S.À R.L. *Ref.: Modificación de la oferta pública voluntaria*

- de adquisición de acciones de **Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI, S.A.** [en línea]. junio, 2018, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={b7ee4c0d-b283-4b20-a11e-22a9c017eee9}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-216
- Folleto explicativo de la opa, remitido por TERP SPANISH HOLDCO, S.L. a la CNMV el 26 de abril de 2018. TERP SPANISH HOLDCO, S.L. *Re. Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Saeta Yield, S.A.* [en línea]. Abril, 2018, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ca9cf029-5bb9-4a52-b601-4ec9b04a9d7e}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1- 97
- Folleto explicativo de la opa, remitido por HOCHTIEF AKTIENGESELLSCHAFT a la CNMV el 10 de abril de 2018. HOCHTIEF AKTIENGESELLSCHAFT *Oferta Pública Voluntaria de Adquisición de acciones de Abertis Infraestructuras, S.A. formulada por HOCHTIEF Aktiengesellschaft* [en línea]. Abril, 2018, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={acfaf6aa-17dc-49b8-bfd6-67e38cee092f}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-188
- Folleto explicativo de la opa, remitido por PIOLIN BIDCO, S.A.U. a la CNMV el 24 de julio de 2019. PIOLIN BIDCO, S.A.U *Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Parques Reunidos Servicios Centrales, S.A* [en línea]. Julio, 2019, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={70e517de-4f2a-410b-8049-fc5b7934bdde}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-119
- Folleto explicativo de la opa, remitido por GESTORA DE ACTIVOS Y MAQUINARIA INDUSTRIAL, S.L. a la CNMV el 19 de mayo de 2015. GESTORA DE ACTIVOS Y MAQUINARIA INDUSTRIAL, S.L. *Re: Oferta pública obligatoria de adquisición de acciones de General de Alquiler de Maquinaria, S.A.* [en línea]. Julio, 2019, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={b77842c4-4ec2-4c87-8f2d-0cc3db317260}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-79
- Folleto explicativo de la opa, remitido por WORLD CONFECTIONERY GROUP S.À R.L. a la CNMV el 7 de junio de 2019. WORLD CONFECTIONERY GROUP S.À R.L. *Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones y obligaciones convertibles de NATRA, S.A.* [en línea]. Junio, 2019, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9618a018-5682-4323-ba9b-9bb7b6980993}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-92
- Folleto explicativo de la opa, remitido por L1R INVEST1 HOLDINGS S.À R.L. a la CNMV el 3 de mayo de 2019. L1R INVEST1 HOLDINGS S.À R. L *Re: Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.* [en línea]. Mayo, 2019, Luxemburgo. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={0d6e1207-526e-4405-8f88-0a6d4d569d4f}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-257
- Folleto explicativo de la opa, remitido por TASTY BIDCO, S.L.U. a la CNMV el 25 de marzo de 2019. TASTY BIDCO, S.L.U. *Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Telepizza Group, S.A.* [en línea]. Marzo, 2019, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={36632998-8e09-4aed-a403-52652242d202}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-102

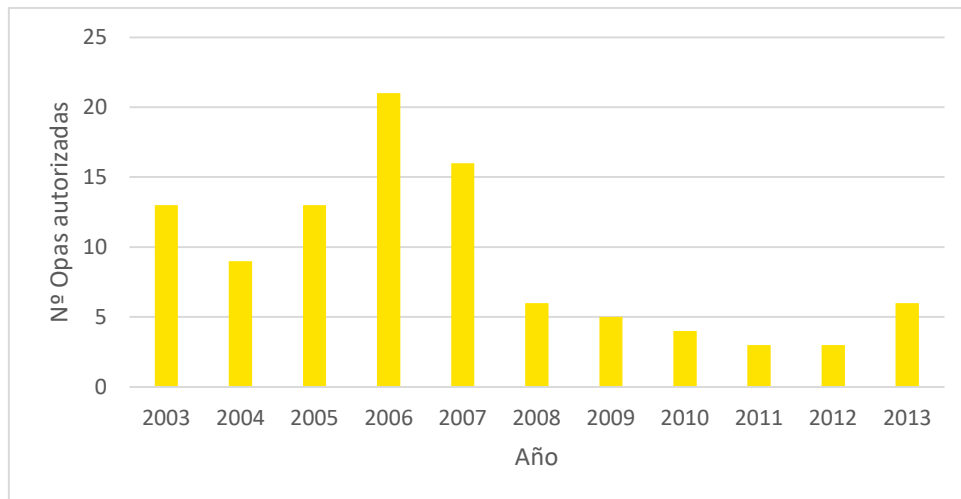
- Folleto explicativo de la opa, remitido por DUCDE, S.A. a la CNMV el 20 de Marzo de 2019. DUCDE, S.A. *Ref: Oferta pública obligatoria de adquisición de valores de **Bodegas Bilbaínas, S.A.** formulada por Ducde, S.A.* [en línea]. Marzo, 2019, Barcelona. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={4f88ea59-433b-4187-99a5-4ee73931e43c}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-69
- Folleto explicativo de la opa, remitido por MAZUELO HOLDING, S.L. a la CNMV el 13 de febrero de 2019. MAZUELO HOLDING, S.L. *Ref: Oferta pública de Adquisición de valores de **Barón de Ley, S.A.** formulada por Mazuelo Holding, S.L.* [en línea]. Febrero, 2019, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ba727f55-c42c-48a2-ad79-0c891ed53fd3}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-41
- Folleto explicativo de la opa, remitido por LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U. a la CNMV el 28 de julio de 2020. **LORCA TELECOM BIDCO, S.A.U.** *Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Masmovil Ibercom, S.A.* [en línea]. Julio, 2020, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={6caca7da-ca7e-4746-aa6b-f18979de713d}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-128
- Folleto explicativo de la opa, remitido por SIX GROUP AG a la CNMV el 25 de Marzo de 2020. **SIX GROUP AG** *Oferta pública voluntaria de adquisición de la totalidad de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.* [en línea]. Marzo, 2020, Zúrich. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={56a61c99-df96-448e-ab87-1616157018eb}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-74
- Folleto explicativo de la opa, remitido por VELETA BIDCO S.À R.L. a la CNMV el 22 de octubre de 2021. VELETA BIDCO S.À R.L. *Oferta pública de adquisición de acciones de **Solarpack Corporación Tecnológica, S.A.*** [en línea]. Octubre, 2021, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={bacf7cd2-1e10-49d7-8636-9190e4afcd28}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-92
- Folleto explicativo de la opa, remitido por GLOBAL INFRACO O (2) S.À. R.L. a la CNMV el 8 de septiembre de 2021. GLOBAL INFRACO O (2) S.À. R.L. *Oferta pública voluntaria parcial de adquisición de acciones de **Naturgy Energy Group, S.A.*** [en línea]. septiembre, 2021, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={6427a01f-898d-4407-9b8f-9e6e60964afe}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-89
- Folleto explicativo de la opa, remitido por BARON DE LEY, S.A. a la CNMV el 20 de julio de 2021. BARON DE LEY, S.A. *Oferta pública de adquisición de acciones de **Barón de Ley, S.A.** formulada por la propia sociedad por solicitud de exclusión* [en línea]. Julio, 2021, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={7491b486-ec06-4b1b-87ab-cbb5ae3410ad}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-44
- Folleto explicativo de la opa, remitido por KAIXO TELECOM, S.A.U. a la CNMV el 28 de junio de 2021. KAIXO TELECOM, S.A.U. *Oferta pública de adquisición de acciones de **Euskaltel, S.A.*** [en línea]. Junio, 2021, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={46f0fbc-12ba-489a-bb27-ae3fab22d8f30}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-111

Folleto explicativo de la opa, remitido por KERRY IBERIA TASTE & NUTRITION, S.L.U. a la CNMV el 18 de mayo de 2021. KERRY IBERIA TASTE & NUTRITION, S.L.U. *Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de **Biosearch, S.A.*** [en línea]. Mayo, 2021, Madrid. (Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={835ba225-d19c-47c1-b5a6-fa22720f47b2}> ; última consulta: 4 de junio de 2022), pp. 1-59

## CAPÍTULO 8. ANEXO

### ANEXO 1

Gráfico 3: Número de opas autorizadas entre los años 2003 y 2013



Fuente: Elaboración propia con base a los folletos de opa de la CNMV

## ANEXO 2

Tabla 5: Desglose opas autorizadas, opas sin exclusión de negociación y opas de exclusión vía artículos 10 y 11 RDOPAS (2012-2021)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TOTAL
<b>Opas autorizadas (RDOPAS)</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>55</b>
<b>Sociedades excluidas vía opa (Arts.10-11)</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>34</b>
<i>% sociedades exc vía opa sobre total OA</i>	<i>67%</i>	<i>50%</i>	<i>71%</i>	<i>56%</i>	<i>40%</i>	<i>60%</i>	<i>83%</i>	<i>43%</i>	<i>100%</i>	<i>80%</i>	<i>62%</i>
<b>Opas sin exclusión de negociación</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>21</b>
<i>% opas sin exc de negociación sobre total OA</i>	<i>33%</i>	<i>50%</i>	<i>29%</i>	<i>44%</i>	<i>60%</i>	<i>40%</i>	<i>17%</i>	<i>57%</i>	<i>0%</i>	<i>20%</i>	<i>38%</i>
<b>Opa de exclusión (art 10)</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>16</b>
<i>% opas de exclusión sobre total OA</i>	<i>33%</i>	<i>50%</i>	<i>57%</i>	<i>44%</i>	<i>0%</i>	<i>20%</i>	<i>33%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>20%</i>	<i>29%</i>
<i>% opas de exclusión sobre soc. exc. vía opa</i>	<i>50%</i>	<i>100%</i>	<i>80%</i>	<i>80%</i>	<i>0%</i>	<i>33%</i>	<i>40%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>25%</i>	<i>47%</i>
<b>Compraventa forzosa (Art 11.a)</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>10</b>
<i>% cv forzosa sobre total OA</i>	<i>33%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>11%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>33%</i>	<i>0%</i>	<i>50%</i>	<i>60%</i>	<i>18%</i>
<i>% cv forzosa sobre soc. exc. vía opa</i>	<i>50%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>20%</i>	<i>50%</i>	<i>33%</i>	<i>40%</i>	<i>0%</i>	<i>50%</i>	<i>75%</i>	<i>29%</i>
<b>Procedimiento intermedio (Art.11 d)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>6</b>
<i>% procedimiento int. sobre total OA</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>14%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>17%</i>	<i>43%</i>	<i>50%</i>	<i>0%</i>	<i>11%</i>
<i>% procedimiento int. sobre soc. exc. vía opa</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>20%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>20%</i>	<i>100%</i>	<i>50%</i>	<i>0%</i>	<i>18%</i>
<b>Otros métodos (Art.11 b,c,e)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<i>% otros métodos sobre total OA</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>4%</i>
<i>% otros métodos sobre soc. exc. vía opa</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>50%</i>	<i>33%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>6%</i>

Fuente: Elaboración propia con base a los folletos de opa de la CNMV

### ANEXO 3

Tabla 6 Valoración de las opas y sus métodos de valoración entre los años 2018 y 2021

	Sociedad opada	MV	RANGO DCF	PRECIO	PRECIO MÁS ALTO	MV + ALTO	Rango
2018	ABERTIS*	DCF	16.50-18.88	18.36	Sí	-	-
	SAETA YIELD*	DCFA	10.45-12.86	12.2	Sí	-	-
	HISPANIA*	NAV	Incluido en NAV	18.25	No	CMP	18.11
	NH HOTEL GROUP	PE	NO	6.3	Sí	-	-
	FUNESPAÑA*	DCF	7.32-8.17	7.5	No	CC	7.85-8.14
	DS SMITH SPAIN*	DCF	14.09-17.04	16.8	Sí	-	-
2019	BARON DE LEY	PE	NO	109	Sí	-	-
	BODEGAS BILBAINAS*	DCF, PT, VTC	13.77-16.19	16.5	Sí	VTC	19.58
	TELEPIZZA GROUP*	DCF	5.55-5.82	6	Sí	-	-
	DIA	DCF	0	0.67	No	-	-
	NATRA	DCF, CMP	0.94-0.99	1	Sí	-	-
	GAM	DCF	0.7-1.02	1.72	No	CMP	2.15
PARQUES REUNIDOS*	DCF, CMP	12.00-14.50	13.753	Sí	-	-	
2020	BME*	DCF	30.63-33.44	33.4	Sí	-	-
	MASMOVIL*	DCF	19.92-24.29	22.5	Sí	-	-
2021	BIOSEARCH*	DCF	1.29-1.50	2.2	No	CC	1.53-1.57
	EUSKALTEL*	DCF	9.69-10.81	11	Sí	-	-
	BARON DE LEY*	DCF	110-116	113	Sí	-	-
	NAYURGY	DCF	18.4-22.2	22.07	Sí	-	-
	SOLARPACK*	DCF	19.3-23.5	26.5	No	CMP	21.6

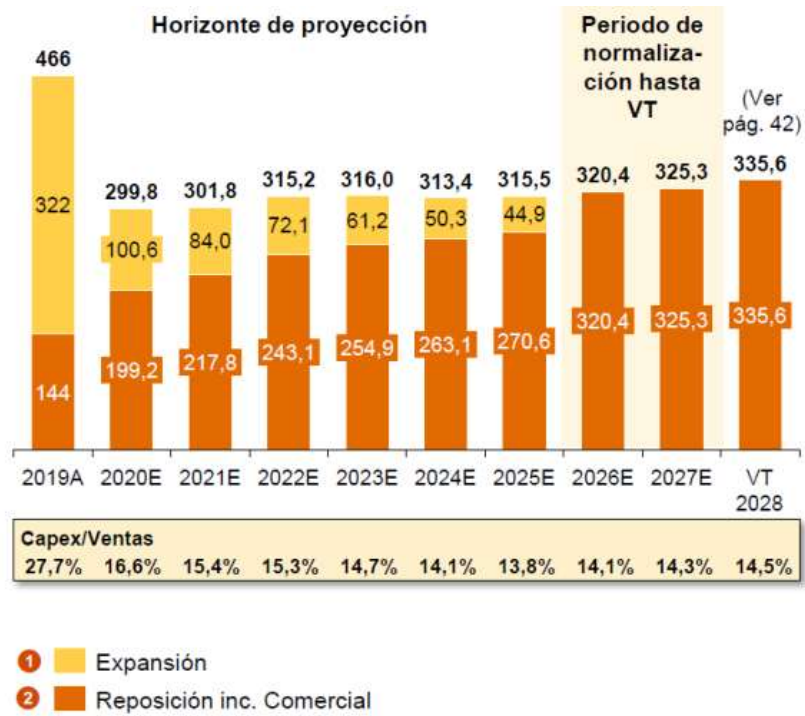
Fuente: Elaboración propia con base a los folletos de opa de la CNMV<sup>108</sup>

<sup>108</sup> Siendo: DCF=Discounted Cash Flows; NAV=Net Asset Value; CMP=Cotización Media Ponderada; MV=Método de Valoración; CC=Company Comparables; VTC=Valor Teórico Contable.  
\*Opas que se encuadran dentro de los artículos 10 y 11 RDOPAS



## ANEXO 4

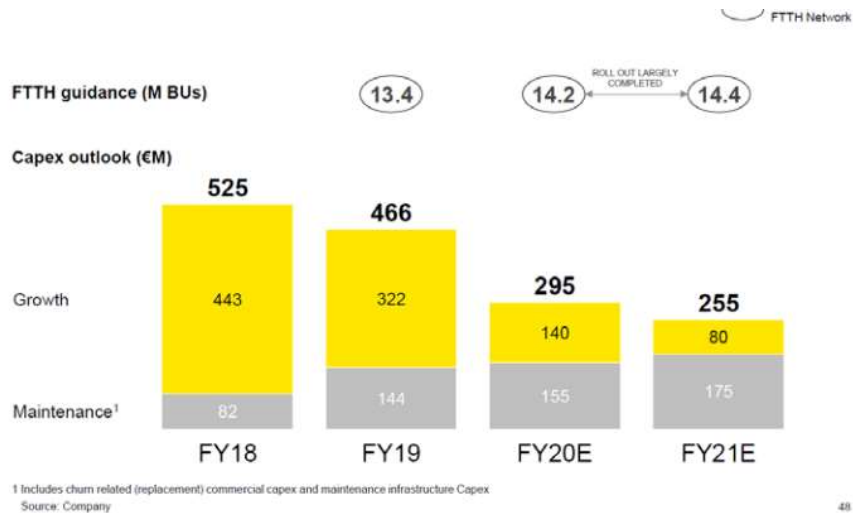
Ilustración 1: Proyecciones CAPEX Masmovil según informe independiente PwC



Fuente: Carta Polygon, 2020 o PwC, 2020

## ANEXO 5

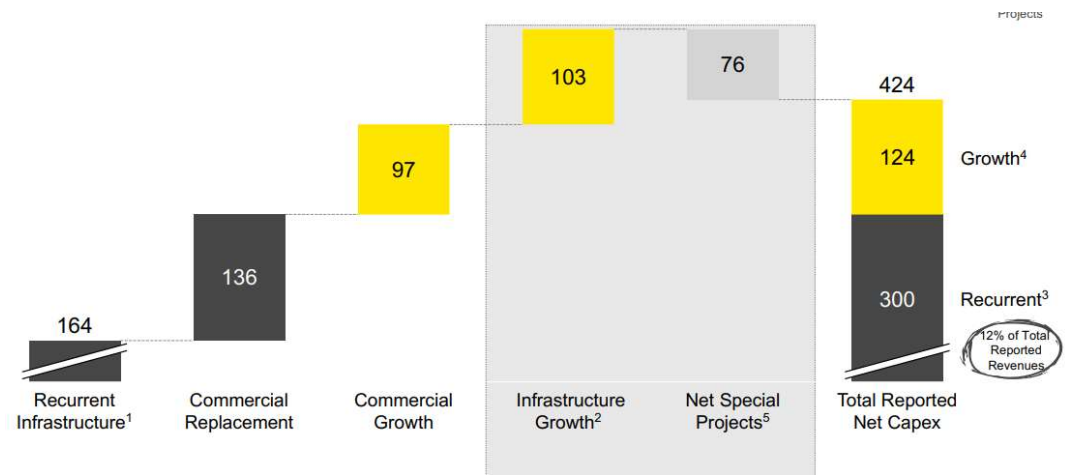
Ilustración 2: Proyecciones CAPEX guidance Masmovil 2020



Fuente: Masmovil, 2020

## ANEXO 6

Ilustración 3: CAPEX FY21 en presentación de resultados Masmovil



Fuente: Masmovil, 2022