



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

**FACULTAD DE DERECHO**

**OPAS: MECANISMOS DE DEFENSA, REGLA DE LA PASIVIDAD Y CONTRASTE  
ENTRE OPAS AMISTOSAS Y HOSTILES**

**Autor: Gonzalo Álvarez Núñez**

**5º E3-Analytics**

**Derecho Mercantil**

**Tutor: Carlos Paredes Galego**

**Madrid**

**Marzo 2025**



## **Resumen**

El objetivo de este trabajo es analizar el fenómeno de las ofertas públicas de adquisición, examinando en profundidad los mecanismos de defensa que las empresas objetivo pueden implementar para resistir adquisiciones indeseadas. Se abordarán técnicas clave de defensa, tales como las "píldoras de veneno", las cláusulas de recompra y las estrategias de capitalización defensiva, explorando su eficacia y repercusión en la protección de los intereses de la empresa y sus accionistas.

Un aspecto de especial interés será la "regla de la pasividad", que establece una limitación para que los gestores de la empresa objetivo no intervengan activamente en la resistencia a una OPA sin contar con la aprobación de los accionistas. Se discutirá cómo esta regla busca equilibrar los derechos de los accionistas con la autonomía directiva de la empresa y las posibles consecuencias que conlleva para el mercado. Asimismo, el estudio profundizará en las diferencias entre OPAs amistosas y hostiles, contrastando sus características, dinámicas y consecuencias estratégicas para las empresas implicadas, y evaluando cómo estas modalidades pueden influir en la reacción del mercado y en la estructura accionarial tras la adquisición.

**Palabras clave:** OPAs, ofertas públicas de adquisición, regla de la pasividad, mecanismos de defensa, adquisición hostil, adquisición amistosa, regulación comparada, derechos de accionistas.

## **Abstract**

The objective of this paper is to analyze the phenomenon of takeover bids, examining in depth the defense mechanisms that target companies can implement to resist unwanted takeovers. Key defense techniques such as "poison pills", buy-back clauses and defensive capitalization strategies will be addressed, exploring their effectiveness and impact on the protection of the interests of the company and its shareholders.

Of particular interest will be the "passivity rule", which sets a constraint on target company managers not to actively intervene in resisting a takeover bid without shareholder approval. It will discuss how this rule seeks to balance the rights of shareholders with the managerial autonomy of the company and the possible consequences for the market. The study will also delve into the differences between friendly and hostile takeover bids, contrasting their characteristics, dynamics and strategic consequences for the companies involved, and assessing how these modalities may influence market reaction and shareholder structure after the takeover.

**Key words:** takeover bids, passivity rule, defense mechanisms, hostile takeover, friendly takeover, comparative regulation, shareholders' rights.



## Índice

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN A LAS OPAS	7
1.1 Definición y naturaleza jurídica de las OPAs	7
1.2 Evolución histórica y marco normativo	9
1.3 Órganos supervisores y reguladores: la CNMV	10
CAPÍTULO 2. CLASIFICACIÓN DE LAS OPAS: AMISTOSAS VS. HOSTILES	13
2.1 OPA amistosa: Concepto y características	13
2.1 OPA hostil: Concepto y características	13
2.2 Diferencias clave en su procedimiento y en las estrategias utilizadas	13
CAPÍTULO 3. MECANISMOS DE DEFENSA ANTE OPAS HOSTILES	13
3.1 Introducción a las estrategias defensivas	13
3.2 Tipos de mecanismos de defensa:	14
3.2.1 Búsqueda de un caballero blanco	14
3.2.2 Píldoras venenosas	15
3.2.3 Joyas de la corona	17
3.2.4 Limitación de derechos de voto	17
3.2.5 Paracaídas dorados	17
3.2.6 Fraude procesal	19
3.2.7 Otras estrategias defensivas	20
3.3 Eficacia de los mecanismos de defensa en el contexto español	21
3.4 Análisis comparativo con otros sistemas jurídicos	22
CAPÍTULO 4. LA REGLA DE PASIVIDAD O NEUTRALIDAD	23
4.1 Origen y justificación de la regla	23
4.2 Aplicación de la regla en la legislación española	23
4.3 Excepciones a la regla de pasividad: Casos en los que el consejo puede actuar	23
4.4 Consecuencias jurídicas de la regla de pasividad	23
4.5 Análisis crítico sobre su efectividad y posibles reformas	23
CAPÍTULO 5. COMPARATIVA DE ÉXITO ENTRE OPAS AMISTOSAS Y HOSTILES EN EL MERCADO ESPAÑOL	23
5.1 Factores determinantes del éxito o fracaso de una OPA	23
5.2 Análisis de casos relevantes en el mercado español:	23
5.2.1 OPA de ACS sobre Hochtief	23

5.2.2	OPA de Gas Natural sobre Endesa	23
5.2.3	Otros ejemplos	23
5.3	Estadísticas y resultados sobre el éxito de OPAs amistosas frente a hostiles	23
5.4	Comparativa con otros mercados internacionales	23
CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES DEL ESTUDIO		23
6.1	Resumen de los principales hallazgos	23
CAPÍTULO 7. BIBLIOGRAFÍA		24

## CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN A LAS OPAS

### 1.1 Definición y naturaleza jurídica de las OPAs

Las Ofertas Públicas de Adquisición (en adelante, "OPAs") son operaciones mediante las cuales una persona física, jurídica o un grupo de inversores busca adquirir una participación significativa o el control de una sociedad. Para ello, el oferente se dirige públicamente a los accionistas de la empresa objetivo, ofreciéndoles la compra de sus acciones a un precio determinado y dentro de un plazo específico. Este procedimiento está sujeto a una estricta regulación que garantiza la protección de los derechos de los accionistas y la transparencia en el mercado de capitales, en conformidad con la normativa vigente.

Según el profesor Vives<sup>1</sup>, el fenómeno de las OPAs puede analizarse desde dos perspectivas. Por un lado, pueden entenderse como un mecanismo que permite a un tercero adquirir paquetes de acciones de una sociedad de manera más eficiente que los procedimientos habituales en los mercados de valores, lo que resulta especialmente útil en empresas con un capital disperso. Por otro lado, las OPAs también funcionan como una medida de protección para los accionistas minoritarios, asegurando que estos se beneficien de las primas de control asociadas a la compraventa de paquetes mayoritarios de acciones.

Si prevalece la primera perspectiva, las OPAs serán de carácter voluntario. En cambio, si prima la óptica de protección al accionista minoritario, serán obligatorias. En este caso, el sistema impone al oferente la obligación de lanzar una OPA global, evitando que adquiera únicamente los paquetes de determinados accionistas. En España, el marco normativo establece que una OPA es obligatoria cuando un inversor alcanza el 30% del capital de una sociedad cotizada, lo que pone de manifiesto el carácter protector de este mecanismo en favor de los accionistas minoritarios.

Dada su relevancia e impacto en el mercado de valores y en la economía en general—ya que pueden alterar el régimen de negociación de grandes empresas—las OPAs están sometidas a una extensa regulación. Su objetivo es garantizar la transparencia del proceso, la equidad en la oferta y la protección de los derechos de los accionistas. En España, la legislación aplicable se encuentra en la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto sobre el régimen de las OPAs, que establecen las condiciones, procedimientos y obligaciones tanto para el oferente como para

---

<sup>1</sup> Vives Ruiz, F. (2006). Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (21), 33-58, pág. 606.

la empresa objetivo. Entre sus principios fundamentales destacan la equidad en la oferta y la transparencia en la operación.

Uno de los principios esenciales de las OPAs es el de igualdad de trato entre accionistas, que obliga al oferente a presentar una oferta equitativa para todos los accionistas, evitando cualquier trato preferencial. Asimismo, el oferente debe garantizar que la oferta sea pública, que el precio ofrecido sea justo y que no existan prácticas de manipulación o influencia que puedan distorsionar la toma de decisiones de los accionistas.

En una OPA intervienen diversos sujetos cuya participación es determinante para el éxito de la operación. El oferente es la persona física o jurídica que lanza la OPA con el propósito de adquirir una participación en la empresa objetivo, siendo su principal responsabilidad presentar una oferta pública y transparente, cumpliendo con los requisitos legales establecidos. Por su parte, la empresa objetivo (en adelante, la "**target**") es la sociedad cotizada cuyas acciones son objeto de la OPA. En los casos de OPAs hostiles, la empresa puede oponerse a la adquisición, mientras que en las OPAs amistosas suele existir un acuerdo previo entre ambas partes para facilitar la operación. Los accionistas, como destinatarios de la oferta, tienen la posibilidad de vender sus acciones al precio ofertado, y su participación es esencial, ya que el éxito de la OPA depende de su aceptación.

Además, el consejo de administración de la target (el "**Consejo de Administración**") desempeña un papel clave en el desarrollo de la operación. En particular, en este trabajo se analizará su rol en la adopción de medidas defensivas, que serán desarrolladas en los capítulos siguientes. Por último, los organismos de supervisión desempeñan un papel crucial en la regulación y control de las OPAs. En el caso de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("**CNMV**") es el organismo encargado de supervisar el cumplimiento de la normativa aplicable, velando por la protección de los accionistas y la transparencia del proceso. Su función será analizada con mayor detalle en el apartado 1.3.

Las OPAs pueden clasificarse en función de su carácter voluntario u obligatorio, así como de su naturaleza amistosa o hostil. Esta última distinción tiene una especial relevancia en términos jurídicos, ya que una OPA hostil puede implicar una resistencia de la target, lo que puede desencadenar en medidas de defensa que complejizan el procedimiento. A su vez, una OPA amistosa implica la cooperación de la target, simplificando generalmente el proceso y facilitando la obtención del control.

En conclusión, la definición y naturaleza jurídica de las OPAs demuestran que, más allá de ser un mero mecanismo de adquisición, son instrumentos legales con una regulación minuciosa, orientada a preservar la equidad en el mercado de valores y proteger los intereses de todos los accionistas implicados. La importancia de comprender su funcionamiento y los derechos y obligaciones que las rodean resulta fundamental en el contexto actual de mercados abiertos y globalizados.

## **1.2 Evolución histórica y marco normativo**

La figura de la OPA ha experimentado una evolución significativa a lo largo del tiempo, adaptándose a los cambios en los mercados financieros y a la necesidad de una regulación que garantice transacciones justas y transparentes. Surgieron como un mecanismo para la adquisición y consolidación de empresas y, desde entonces, se han convertido en una herramienta fundamental para la reorganización corporativa y la expansión empresarial. Este apartado analiza la evolución histórica de las OPAs, con especial atención a su desarrollo normativo en España y los cambios legislativos más relevantes que han dado forma a su regulación actual.

Las OPAs comenzaron a ganar protagonismo a mediados del siglo XX, particularmente en Estados Unidos, en un contexto de creciente consolidación empresarial y mercados de capitales en expansión. En sus primeras etapas, estos procesos eran relativamente desregulados, caracterizados por su rapidez y la falta de información para los accionistas, lo que facilitaba la ejecución de OPAs hostiles. En estas operaciones, la oferta se lanzaba sin el consentimiento previo de la target, generando conflictos entre los intereses de los accionistas y la dirección de la compañía. La ausencia de una regulación específica permitía estrategias agresivas, donde los oferentes podían tomar el control de una sociedad sin necesidad de cumplir con principios de transparencia o equidad.

A partir de la década de 1960, los mercados europeos comenzaron a experimentar un crecimiento sostenido en las operaciones de OPA, impulsado por la globalización y la liberalización financiera. No obstante, la falta de regulación clara llevó a numerosos abusos de mercado, maniobras especulativas y conflictos de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Como respuesta, los países europeos comenzaron a desarrollar marcos normativos más estrictos, con el objetivo de garantizar la transparencia en estos procesos y proteger a los accionistas minoritarios. España no fue ajena a esta tendencia y, con el paso de

los años, su regulación ha evolucionado para garantizar una mayor seguridad jurídica en estas operaciones.

El actual marco normativo de las OPAs en España tiene sus bases en la Directiva 2004/25/CE, mediante la cual el Parlamento Europeo y el Consejo establecieron una regulación armonizada para las ofertas públicas de adquisición dentro de la Unión Europea. La adopción de esta directiva respondió a la necesidad de coordinar las legislaciones nacionales y garantizar la protección de accionistas y terceros en los procedimientos de OPA, asegurando principios de equidad y transparencia en todos los Estados miembros.

Antes de la transposición de esta directiva, la regulación de las OPAs en España se encontraba en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, complementada por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, que establecía el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Sin embargo, con la llegada de la Directiva 2004/25/CE, fue necesario actualizar la legislación para adecuarla al marco comunitario.

La transposición de la directiva en España se llevó a cabo a través de la Ley 6/2007, de 12 de abril, que reformó la Ley del Mercado de Valores para adaptarla a las nuevas exigencias europeas. La regulación específica y detallada sobre las OPAs quedó recogida en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, que estableció el régimen aplicable a estas operaciones.

Uno de los principales objetivos de la directiva europea y de la normativa española fue reforzar la protección del accionista minoritario, asegurando la igualdad de trato para todos los titulares de acciones. Para ello, la nueva regulación eliminó la posibilidad de realizar OPAs parciales, estableciendo que cualquier persona que pretenda tomar el control de una sociedad cotizada—o que ya lo haya alcanzado con una participación igual o superior al 30% del capital social—debe formular una oferta en igualdad de condiciones para todos los accionistas.

De este modo, la normativa actual busca garantizar que las OPAs se realicen bajo principios de equidad, transparencia y protección de los derechos de los inversores, evitando prácticas abusivas y asegurando que todas las partes involucradas puedan participar en condiciones justas.

### **1.3 Órganos supervisores y reguladores: la CNMV**

En el sistema financiero español, la CNMV es el organismo encargado de supervisar y regular el mercado de valores, incluyendo las OPAs. Creada por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la CNMV tiene como principal objetivo velar por la transparencia y

eficiencia del mercado, proteger a los inversores y garantizar una correcta divulgación de información. Su papel en el proceso de OPAs es esencial, ya que se encarga de autorizar, supervisar y controlar todas las ofertas públicas que se presentan en el mercado español, asegurando que se cumplan los principios de equidad, transparencia y protección de los accionistas.

Una de las funciones clave de la CNMV es la autorización y aprobación de cada OPA antes de su lanzamiento. De acuerdo con el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, el oferente debe presentar ante la CNMV la documentación completa de la operación, incluyendo los términos de la oferta, el precio ofrecido y los objetivos estratégicos de la adquisición. La CNMV revisa si la propuesta cumple con las exigencias normativas y, en particular, si respeta el principio de igualdad de trato entre accionistas, asegurando que el precio ofrecido sea "justo" conforme a los criterios de valoración establecidos en la ley. En caso de incumplimiento, el organismo puede denegar la operación o solicitar modificaciones antes de su aprobación definitiva.

Otro aspecto fundamental de la labor de la CNMV es la supervisión de la transparencia en el proceso de la OPA. La normativa exige que toda la información relevante sobre la operación se haga pública de forma clara y veraz, evitando asimetrías informativas que puedan perjudicar a los accionistas minoritarios. El oferente debe detallar aspectos como sus intenciones respecto a la target, la estrategia futura y el impacto esperado en los trabajadores y el mercado. De acuerdo con el artículo 17 del Reglamento (UE) 596/2014 sobre el abuso de mercado, cualquier información privilegiada que pueda influir en la decisión de los accionistas debe ser divulgada de manera equitativa y en los plazos adecuados.

En el caso de OPAs hostiles, donde la oferta se realiza sin el consentimiento de la target, la CNMV supervisa la legalidad de las medidas defensivas adoptadas por el Consejo de Administración. En virtud del artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores, rige la llamada "regla de la pasividad", que impide que los administradores de la target adopten estrategias para bloquear la OPA sin la aprobación de la junta de accionistas. De este modo, la CNMV garantiza que los accionistas sean quienes tengan la última palabra sobre la aceptación o rechazo de la oferta, evitando que los directivos interfieran en su derecho a decidir.

Asimismo, la CNMV tiene autoridad para intervenir en casos de irregularidades o incumplimiento normativo, con la capacidad de imponer sanciones a las partes involucradas si se detectan prácticas fraudulentas o contrarias a la normativa. Según el artículo 302 del Texto

Refundido de la Ley del Mercado de Valores, las infracciones pueden conllevar multas significativas, e incluso la suspensión o anulación de la operación en casos graves. La CNMV también actúa como mediadora en disputas derivadas de OPAs, asegurando que cualquier conflicto se resuelva dentro del marco regulador y en beneficio de la estabilidad del mercado.

El proceso de una OPA ante la CNMV sigue una serie de etapas bien definidas. Inicialmente, el oferente debe presentar una solicitud formal junto con el folleto explicativo que detalla los términos y condiciones de la oferta. Tras una revisión exhaustiva, la CNMV otorga la autorización si la operación cumple con la normativa vigente. Una vez aprobada, la oferta se hace pública y se abre un periodo de aceptación en el que los accionistas pueden decidir si venden sus participaciones. Durante este tiempo, la CNMV supervisa el correcto desarrollo de la operación, asegurándose de que no haya manipulación del mercado ni difusión de información engañosa. Finalmente, cuando se cierra el plazo de aceptación, el oferente debe informar sobre los resultados de la OPA y, en caso de haber alcanzado los umbrales de control legalmente establecidos, puede proceder con la integración de la target.

El impacto de la CNMV en el mercado de OPAs en España ha sido significativo, contribuyendo a la estabilidad y transparencia del sistema financiero. La supervisión estricta de estas operaciones ha permitido reducir los riesgos de abuso y proteger a los pequeños accionistas, garantizando que las adquisiciones se realicen en condiciones justas para todas las partes implicadas. Además, la CNMV ha jugado un papel clave en la armonización de la normativa española con los estándares europeos, facilitando así la participación de inversores internacionales y reforzando la confianza en el mercado bursátil.

## **CAPÍTULO 2. CLASIFICACIÓN DE LAS OPAS: AMISTOSAS VS. HOSTILES**

### **2.1 OPA amistosa: Concepto y características**

### **2.2 OPA hostil: Concepto y características**

### **2.3 Diferencias clave en su procedimiento y en las estrategias utilizadas**

## **CAPÍTULO 3. MECANISMOS DE DEFENSA ANTE OPAS HOSTILES**

### **3.1 Introducción a las estrategias defensivas**

Las medidas defensivas ante OPAs son el conjunto de mecanismos y artificios que pueden emplear las sociedades, con mayor o menor eficacia, para evitar que una tercera sociedad las adquiera.

A menudo, la adquisición de una sociedad por un tercero genera un conflicto de interés sobre el Consejo de Administración, pues en la mayoría de las ocasiones, estos son los más perjudicados. A diferencia de los accionistas, que por transmitir el control de la compañía reciben a cambio una contraprestación económica, los administradores, salvo que expresamente se haya pactado alguna condición o protección más favorable, verán como son cesados de sus cargos y apartados de la compañía, sin mayor recompensa que la correspondiente indemnización por despido, cuando sea aplicable. Este es el escenario más frecuente, al menos con parte de los administradores, ya que la sociedad oferente, entrante en el capital de la target, buscará colocar personas cercanas y afines a esta en los puestos de dirección y gestión de la compañía, por lo que, naturalmente, los anteriores administradores se verán desplazados.

Por ello, cuando los administradores se opongan a la adquisición por parte del oferente, tratarán de articular defensas que entorpezcan, compliquen, o desincentiven la adquisición, evitando que termine la aceptación o rechazo de la OPA únicamente en manos de los accionistas. Esta serie de mecanismos son las medidas defensivas ante OPAs hostiles.

Ahora bien, el ordenamiento jurídico, precisamente para evitar que este conflicto de interés termine actuando en perjuicio de los accionistas, quienes en última instancia deben de tomar la decisión, introduce una serie de limitaciones a la actuación de los administradores. Esto es lo que se conoce como la regla de la pasividad, que se desarrollara en detalle en el siguiente capítulo.

Es por ello que, en la práctica, el uso de estas medidas es significativamente menor del anticipado, particularmente en las jurisdicciones europeas. Como se desarrollará en el siguiente capítulo, serán mucho más eficaces aquellas medidas implementadas de manera previa al comienzo del "asalto" por parte del oferente.

### **3.2 Tipos de mecanismos de defensa:**

Tan amplias son estas medidas que se pueden clasificar atendiendo a diversos criterios. Siguiendo un primer criterio temporal, se pueden diferenciar las medidas previas, que serán aquellas que se articulan antes de conocer la existencia de una OPA hostil, y las medidas defensivas en sentido estricto, siendo estas últimas las adoptadas por la target una vez que el oferente ya ha manifestado su voluntad de adquirir de manera hostil la compañía. Las primeras son una suerte de preparación de arsenal, de manera que la empresa esté equipada para defenderse de aquellos que pretendan atacarla en un futuro, mientras que las segundas son una respuesta directa. Las primeras suelen exigir su recogida en los estatutos sociales, y acostumbran a ser más poderosas y eficaces que las segundas.

Asimismo, podemos clasificar las medidas atendiendo a un criterio funcional, según el cual diferenciaremos cuatro tipos de medidas defensivas: (i) aquellas que se articulan mediante el desempeño de las funciones ordinarias de los administradores, (ii) las que exigen el uso de poderes de disposición para comprar o vender, (iii) aquellas que exigen el empleo de atributos y facultades personales u orgánicas en materia de representación de la sociedad a la hora de actuar en juicio o fuera de él, y (iv), otras actuaciones que se basan en el ejercicio de cometidos distintos de cualquier otra naturaleza y varia condición.

#### ***3.2.1 Búsqueda de un "caballero blanco"***

La llamada búsqueda de un "caballero blanco" no consiste más que en identificar otro posible comprador total o parcial de la target, de manera que el control de la empresa no caiga en manos del oferente hostil.

Esta es una de las más drásticas medidas de defensa que existen, en tanto que no se evita la pérdida de control de la compañía, que termina en manos de un tercero. Es por ello que solo se llevará a cabo cuando se no se contemple ninguna otra solución para evitar que el oferente adquiera la compañía.

El objetivo que pretende la administración de la compañía es minimizar daños al traspasar la sociedad a un tercero que comparta la visión de futuro de la compañía, que sea afín a la

dirección, y con el cual se espere una relación amigable que se podrá traducir, entre otras, en conservación de puestos de trabajo y pagos de generosas indemnizaciones.

Ahora bien, en última instancia, no deja de ser una adquisición en el contexto de una OPA hostil, por lo que el “caballero blanco” deberá pagar un precio similar al del competidor. En tanto que nadie regala dinero, para lograr que este tercero se involucre, lo normal es colaborar con el “caballero blanco”, ya sea facilitando información, emitiendo un informe positivo para la OPA que lance, o cualquier otra actuación que ayude a la adquisición de la target en términos económicos favorables para el adquirente.

Una variación del "caballero blanco" es el "escudero blanco", supuesto en el cual no se busca un tercero que adquiera la compañía, si no que adquiera paquetes significativos de acciones de esta, y los inmovilice mientras dure el envite de la oferente. Ahora bien, este mecanismo exige una alta confianza en el tercero, ya que, al facilitarle la adquisición de dichos paquetes, existe el riesgo de que los venda al oferente obteniendo una jugosa prima por el camino, dejando vendida a la compañía. También se usa esta medida cuando la target cuenta con acciones en autocartera, y necesita obtener efectivo para llevar a cabo otras acciones defensivas, por lo que pacta la transmisión con este tercero que las inmoviliza, y posteriormente las recompra con una prima.

Esta estrategia, como se desarrollará más adelante, es de las pocas verdaderamente eficaces en el sistema español, pues entra dentro de las pocas facultades que los administradores de la target pueden ejercer una vez que entra en aplicación la regla de la pasividad.

### 3.2.2 *Píldoras venenosas*

Las llamadas píldoras venenosas (*poison pills*) son una de las estrategias defensivas más utilizadas para evitar la adquisición hostil de los oferentes. Esta medida busca inflar el precio a pagar por el oferente en la OPA hostil, de manera que la operación sea económicamente menos atractiva o incluso inviable para el adquirente, y, que en el caso de que la operación siga adelante, se obtenga una contraprestación mucho más atractiva.

Este mecanismo fue desarrollado en Estados Unidos por Martin Lipton, socio del reconocido despacho americano *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*, en 1982, y desde entonces se ha utilizado numerosas veces de manera exitosa pudiendo destacar como casos reseñables, por ejemplo, la píldora defensiva empleada por **Airgas en 2011, o por Netflix en 2012 [NOTA: confirmar y mirar datos]**. En ambos casos, el resultado fue favorable para la sociedad target, repeliendo la

oferta hostil, y continuando creando valor para los accionistas de las sociedades por encima de los niveles de mercado. [hacer referencia a dilema ente función disciplinaria/correctora de las OPAs hostiles, y como en estos casos los administradores tenían razón]

Las píldoras venenosas consisten en cláusulas que otorgan derechos específicos a los accionistas existentes en una target, activados en caso de una OPA no deseada. Se pueden configurar de múltiples maneras, pero generalmente estos derechos incluyen, por ejemplo, la posibilidad de adquirir acciones adicionales a precios significativamente reducidos, diluyendo el valor de las acciones del adquirente.

La activación de una píldora venenosa generalmente se configura de manera que depende de la adquisición de un porcentaje predeterminado de acciones por parte del oferente.

Ilustrativamente, si un oferente adquiere un 15% del capital social, la píldora podría permitir que los accionistas restantes compren nuevas acciones con un descuento significativo, lo que reduciría el porcentaje de control del adquirente hostil sobre la empresa, e incrementaría consecuentemente el coste para el comprador.

Existen muchas configuraciones distintas de píldoras venenosas. Las más conocidas son el “*flip-over*”, por el que solo se padece la píldora en el caso de que la sociedad oferente se fusione con la sociedad target, y el “*flip-in*”, por el que se conceden derechos de suscripción sobre nuevas acciones de la target, diluyendo significativamente el paquete inicial adquirido por la oferente. Incluso se pueden articular estas medidas vía obligaciones convertibles o warrants.

Como cabría esperar, no es una solución perfecta, ya que las píldoras venenosas cuentan con una problemática inherente a su naturaleza. De la misma manera en que disuaden a compradores hostiles, al dificultar el éxito de la adquisición, disuaden a compradores amigables, complicando la búsqueda de “caballeros blancos”, al verse estos afectados de la misma manera por estas medidas defensivas.

Ahora bien, como se viene explicando, la efectiva aplicación de estas medidas en España resulta mucho más complicada de lo que parece la teoría, debido a la regla de la pasividad de los administradores que hará que sea necesario el paso por la junta de accionistas. En Estados Unidos se han utilizado con éxito, aunque de manera decreciente en los últimos años. Una posible conclusión puede ser que aquellas sociedades que contemplan en sus estatutos píldoras venenosas son atacadas por adquirentes hostiles de manera menos frecuente, razón por la cual con el paso del tiempo se ven menos casos de aplicación práctica de esta medida.

### **3.2.3 Joyas de la corona**

Este mecanismo consiste en la venta de los activos más esenciales de la compañía (las joyas de la corona) cuando la sociedad siente el acecho una empresa hostil. Al igual que el “caballero blanco”, es una medida ciertamente drástica ya que deja a la sociedad desprovista de aquellos activos con los que desarrolla su negocio. En general, todas las medidas de “tierra quemada”, aunque cuando funcionen y logren su cometido de ahuyentar al comprador hostil, causaran graves daños al desarrollo de la actividad de la compañía.

Ahora bien, para tratar de paliar estos efectos, esta estrategia se puede complementar, por ejemplo, con un contrato de recompra de estos mismos activos en un futuro con una prima extra, de manera que cuando pasa el peligro de la OPA hostil, la compañía recupera estos activos esenciales. Ahora bien, nuestro ordenamiento jurídico limita de manera prácticamente total la capacidad para disponer de estos bienes por parte de los administradores en supuestos de OPAs hostiles, por lo que su uso es bastante limitado.

Esta estrategia puede resultar particularmente arriesgada según el tipo de oferente. Paradójicamente, resultará más efectiva con compradores estratégicos, esto es, otras compañías que operen en el mismo negocio y quieran mejorar la operativa de la empresa, ya que, al deshacerse de sus activos esenciales, operativamente la sociedad perderá mucho valor. Inversamente, hará las tareas más sencillas para el comprador tiburón, por ejemplo, un comprador financiero como un fondo de *private equity*, que llega a la compañía decidido de antemano a disponer de los bienes sociales, y que se encontrará ya con el capital transformado en liquido listo para disponer.

### **3.2.4 Limitación de derechos de voto**

La limitación de derechos de voto es una medida anti-OPA diseñada para restringir la influencia de un accionista individual dentro de una sociedad, fijando un límite al porcentaje de votos que puede ejercer, independientemente de su participación accionarial. Este mecanismo busca preservar el equilibrio de poder en la toma de decisiones corporativas, protegiendo tanto a los accionistas minoritarios como a la estabilidad general de la compañía frente a posibles abusos o tomas de control hostiles.

En España, la regulación de estas limitaciones ha experimentado una notable evolución. Originalmente, se encontraba en el artículo 105 de la derogada Ley de Sociedades Anónimas, donde se permitían como una excepción al principio de proporcionalidad entre el capital poseído y los derechos de voto. Este principio, considerado un pilar del derecho societario

español, establece que cada acción debe otorgar un derecho de voto proporcional a su valor nominal, salvo disposición legal en contrario. La entrada en vigor de la Ley de Sociedades de Capital en 2010 supuso un cambio significativo al trasladar esta regulación al artículo 188 para sociedades en general y al artículo 515 para las cotizadas, donde se prohibieron explícitamente las cláusulas limitativas en estas últimas.

Sin embargo, en 2012, el Partido Popular reformó la Ley de Sociedades de Capital mediante la introducción del artículo 527, revirtiendo parcialmente la prohibición en sociedades cotizadas. Este artículo permite de nuevo establecer limitaciones a los derechos de voto, pero bajo una condición: estas limitaciones quedarán sin efecto si, tras una OPA, el adquirente alcanza al menos el 70% del capital social. Este cambio responde al objetivo de equilibrar los intereses de los accionistas minoritarios y mayoritarios, garantizando que un accionista que haya asumido un riesgo significativo al lanzar una OPA pueda ejercer plenamente los derechos correspondientes a su participación.

De este modo, aunque la limitación de derechos de voto quede sin efecto si la OPA prospera y el oferente alcanza el 70% del capital social, esta medida puede cumplir una importante función disuasoria. Al imponer la necesidad de obtener un respaldo significativo para alcanzar dicho umbral, las cláusulas limitativas incrementan la complejidad de la operación, disuadiendo a posibles oferentes que no estén dispuestos a asumir un riesgo elevado. En caso de que una OPA se lleve a cabo, estas limitaciones también reducen las posibilidades de que se produzca un cambio efectivo en el control de la target, especialmente si el oferente no logra captar el suficiente apoyo accionarial.

Por ello, la inclusión de este tipo de cláusulas en los estatutos cumple una doble función: por un lado, desalienta el lanzamiento de OPAs que no cuenten con una base sólida de aceptación; y por otro, en caso de que estas se materialicen, mitiga las probabilidades de un cambio de control indeseado en la sociedad. Sin embargo, los oferentes pueden estructurar sus OPAs de manera estratégica, condicionándolas a la adquisición de un porcentaje mínimo de acciones que les permita alcanzar el control efectivo. Este enfoque les evita el riesgo de realizar una inversión considerable sin obtener la capacidad de decisión deseada en la sociedad, minimizando así la exposición a escenarios inciertos o ineficientes.

### **3.2.5 Paracaídas dorados**

El paracaídas dorado es una estrategia defensiva que consiste en establecer cuantiosas indemnizaciones para los consejeros y altos directivos en caso de despido o incluso ante un

mero cambio de control en la compañía. Este mecanismo busca desincentivar la adquisición al aumentar los costos asociados a la operación, especialmente cuando el adquirente tiene la intención de introducir a personas afines en la estructura directiva de la empresa target.

Además, el paracaídas dorado puede contribuir a mitigar posibles conflictos de interés entre los administradores, ya que reduce su motivación para obstaculizar la OPA. Al contar con una compensación garantizada, los directivos no tienen incentivos económicos para oponerse de manera activa a la operación, puesto que ellos mismos serán beneficiados en caso de que la adquisición prospere.

Sin embargo, esta medida ha sido objeto de críticas y no goza de amplia aceptación. Desde la perspectiva de muchos accionistas, el paracaídas dorado es percibido como una forma de aprovechamiento egoísta por parte de los administradores, ya que no protege directamente a la target de la OPA, sino únicamente a sus directivos. Esta percepción negativa se debe a que la estrategia prioriza la seguridad financiera de los altos cargos frente a la preservación de los intereses de la empresa y sus accionistas.

### **3.2.6 Fraude procesal**

El fraude procesal se presenta como una técnica utilizada por los administradores de la sociedad target para interponer una serie de recursos judiciales con el fin de frenar o dificultar el proceso de adquisición en el marco de una OPA. A través de la presentación de demandas que invocan presuntas violaciones al derecho de la competencia, normativas de sectores regulados como banca, seguros, energía o telecomunicaciones, entre otros, los administradores pueden lograr demorar de manera significativa el avance de la operación, incluso cuando el éxito final de dichas acciones legales resulte improbable.

Pese a que la legislación española impone severas restricciones a las medidas defensivas mediante la llamada regla de la pasividad, estos mantienen la legitimación exclusiva para representar a la sociedad en litigios. Dado que la junta de accionistas carece de proyección externa, los tribunales, en una primera instancia, suelen mostrarse reacios a negar dicha legitimación o a calificar el comportamiento de los administradores como fraude procesal, especialmente cuando se presenta bajo la apariencia de legítima defensa de los intereses societarios.

Este tipo de estrategias judiciales puede resultar en perjuicios para el oferente si la adquisición tiene éxito, o para los accionistas que ven frustrada la operación y pierden la prima asociada al

proceso de compra. En tales casos, podría derivarse la responsabilidad de los administradores por los daños ocasionados durante el procedimiento.

Un caso emblemático del empleo de esta táctica se observó durante la defensa de Endesa frente a la OPA lanzada por Gas Natural, donde la interposición de recursos judiciales contribuyó a dilatar y complicar la operación, con resultados que resultaron favorables para los gestores de la target.

### ***3.2.7 Otras estrategias defensivas***

Las medidas anti-OPAs desarrolladas hasta ahora representan solo una pequeña parte de las numerosas alternativas disponibles, aunque muchas de ellas tienen una aplicabilidad limitada debido a las restricciones impuestas por el ordenamiento jurídico y las condiciones del mercado. Entre algunas de las demás estrategias más destacadas se encuentran los acuerdos de salvaguardia, la defensa Pac-Man, las campañas de movilización del voto de los accionistas y la adquisición estratégica para generar problemas de competencia.

Los acuerdos de salvaguardia (*standstill agreements*) implican la transferencia de paquetes de acciones a terceros aliados bajo condiciones que permiten la rápida recuperación de esos paquetes en caso de ser necesario. Este tipo de acuerdos suele incluir opciones de recompra con prima o derechos de adquisición preferente, lo que garantiza que las acciones de la target no salgan al mercado, contribuyendo a fortalecer su posición frente a un posible ataque hostil. En situaciones críticas, la target puede recuperar estas acciones y, de este modo, aumentar su control y capacidad para hacer frente al adquirente de manera más sólida.

Por otro lado, la defensa Pac-Man se activa cuando la target, ante la amenaza de adquisición por parte de un oferente hostil, decide adquirir acciones del propio adquirente, ya sea a través de compras directas en el mercado o lanzando una contra-OPA. El objetivo de esta estrategia es tomar el control de la compañía atacante o, al menos, negociar un acuerdo que permita cancelar ambas operaciones. Las OPAs suelen generar un aumento en el valor de las acciones de la target, mientras que las acciones del oferente tienden a disminuir. Esto permite a la target adquirir acciones del oferente a un precio más bajo, debilitando la posición financiera del adquirente y fortaleciendo la capacidad de negociación de la target. Además, la adquisición de acciones del oferente reduce su atractivo como objetivo de una futura fusión, ya que estas acciones deberán ser amortizadas en caso de que se concrete la fusión, lo que afectará negativamente el valor final de la target. No obstante, la estrategia Pac-Man implica riesgos significativos, ya que el uso intensivo de recursos financieros para la compra de acciones puede

debilitar la posición económica de la target y comprometer su sostenibilidad a largo plazo. Por lo tanto, la efectividad de esta medida depende de una evaluación detallada del contexto económico y de los recursos disponibles.

Otra estrategia ampliamente utilizada es la creación de campañas de movilización del voto de los accionistas, que buscan persuadir a los accionistas para que rechacen la OPA mediante campañas informativas y de comunicación. Esta táctica, completamente legal, ha demostrado su eficacia en casos como la exitosa defensa de Endesa frente a Gas Natural, donde fue complementada con el uso del fraude procesal. Las campañas de movilización tienen el poder de influir en la decisión de los accionistas, haciendo que estos se decanten por no aceptar la oferta de adquisición.

Finalmente, la adquisición estratégica para generar problemas de competencia consiste en la compra de acciones en empresas de sectores clave con el objetivo de crear conflictos regulatorios. Si la target es adquirida por un tercero hostil, la integración de ambas empresas podría generar problemas de competencia que desincentiven al adquirente de seguir adelante con la operación. Esta estrategia se basa en la idea de que, si la fusión entre las dos empresas provoca dificultades en términos de regulación y competencia, el oferente podría desistir de la adquisición.

Cada una de estas estrategias tiene ventajas y riesgos inherentes, y su efectividad dependerá de factores como el contexto económico, la legislación vigente y los recursos disponibles. La elección de la medida defensiva más adecuada debe basarse en un análisis exhaustivo de la situación particular de la empresa y el mercado en cuestión.

### **3.3 Eficacia de los mecanismos de defensa en el contexto español**

Como se ha venido comentando, aunque en la teoría existen muchos mecanismos de defensa, aparentemente muy eficaces en repeler ofertas hostiles, la realidad es que su uso y su eficacia, particularmente en España, es muy escaso. La regla de la pasividad de los administradores, que se desarrollará en el capítulo siguiente, limita en gran medida las decisiones que los administradores pueden tomar con el fin de repeler ofertas hostiles. De todas las medidas mencionadas, las únicas que no se encuentran limitadas de alguna manera son la búsqueda de “caballeros blancos”, los “paracaídas dorados” y el fraude procesal.

### 3.4 Análisis comparativo con otros sistemas jurídicos

En contraste con España, Estados Unidos destaca como una de las jurisdicciones donde las medidas defensivas ante OPAs han sido más ampliamente aplicadas y con mayor efectividad, aunque su uso ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos años. La regulación estadounidense es notablemente distinta de la española, permitiendo una mayor flexibilidad para que los administradores de la target adopten este tipo de estrategias, al imponerles restricciones menos severas. No obstante, esta libertad no es absoluta, ya que deben ajustarse a la *business judgment rule* (regla de la discrecionalidad empresarial).

A diferencia del sistema español, que impone limitaciones más estrictas, el ordenamiento jurídico estadounidense no establece prohibiciones categóricas sobre determinadas actuaciones defensivas. En su lugar, evalúa su validez en función de su adecuación a la situación concreta y su alineación con el interés social. Conforme a la *business judgment rule*, las decisiones de los administradores serán consideradas legítimas cuando (i) estos no se encuentren en una situación de conflicto de interés, (ii) el administrador actúe diligentemente y se informe antes de adoptar la decisión en cuestión, y (iii) la decisión se tome acorde al interés social, y en beneficio de la sociedad.

Ahora bien, a lo largo de los últimos años, los tribunales de las distintas jurisdicciones estadounidense han ido matizando la *business judgment rule* en el contexto de medidas anti-OPAs. Se han endurecido los requisitos, de manera que se entiende que no bastará con que se cumplan los tres mencionados anteriormente, sino que se deberá de analizar la OPA, siendo aceptables las medidas cuando (i) la OPA sea una amenaza para los intereses societarios, (ii) las medidas adoptadas sean razonables y proporcionadas, y (iii) las medidas no sean coercitivas. Cuando se verifiquen estos requisitos, la medida defensiva será válida y los administradores no podrán ser denunciados.

Además, se añadió posteriormente una cuarta condición: si la venta de la sociedad es inminente, los administradores deben priorizar la maximización del valor para los accionistas, evitando adoptar medidas obstructivas frente a la OPA.

En conclusión, aunque el sistema estadounidense es significativamente más flexible en relación con las estrategias defensivas, también impone controles para prevenir posibles abusos por parte de los administradores y proteger el interés social. Esta regulación más permisiva ha

fomentado un mercado más activo en la adopción de estas técnicas en comparación con el entorno jurídico español.

#### **CAPÍTULO 4. LA REGLA DE PASIVIDAD O NEUTRALIDAD**

- 4.1 Origen y justificación de la regla**
- 4.2 Aplicación de la regla en la legislación española**
- 4.3 Excepciones a la regla de pasividad: Casos en los que el consejo puede actuar**
- 4.4 Consecuencias jurídicas de la regla de pasividad**
- 4.5 Análisis crítico sobre su efectividad y posibles reformas**

#### **CAPÍTULO 5. COMPARATIVA DE ÉXITO ENTRE OPAS AMISTOSAS Y HOSTILES EN EL MERCADO ESPAÑOL**

- 5.1 Factores determinantes del éxito o fracaso de una OPA**
- 5.2 Análisis de casos relevantes en el mercado español:**
  - 5.2.1 OPA de ACS sobre Hochtief*
  - 5.2.2 OPA de Gas Natural sobre Endesa*
  - 5.2.3 Otros ejemplos*
- 5.3 Estadísticas y resultados sobre el éxito de OPAs amistosas frente a hostiles**
- 5.4 Comparativa con otros mercados internacionales**

#### **CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES DEL ESTUDIO**

- 6.1 Resumen de los principales hallazgos**

## CAPÍTULO 7. BIBLIOGRAFÍA

- Córdoba Bueno, M. (2003). *OPA. El control político de las sociedades cotizadas*. Paraninfo.
- Sánchez Andrés, A. (2003). Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas. *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, (8), 331-360. Recuperado de <https://revistas.uam.es/revistajuridica/article/view/6218>
- González, A. (2020). *Defensas corporativas ante OPAs hostiles: Teoría y práctica en España*. Revista Española de Derecho Financiero, 12(4), 45-67.
- Cuatrecasas. (2024). *Manual sobre OPAs y estrategias de defensa en el mercado español*. Madrid: Cuatrecasas. Recuperado de [Cuatrecasas](#).
- Ontier. (2024). *Poison pills en M&A: ¿equilibrio entre protección y garantía de los accionistas?*. Recuperado de [Ontier Insights](#).  
[https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/9511/29\\_113YaleLJ621\\_December2003\\_.pdf;jsessionid=258DDE528B8C48CD4815C7EDABD15A5C?sequence=2](https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/9511/29_113YaleLJ621_December2003_.pdf;jsessionid=258DDE528B8C48CD4815C7EDABD15A5C?sequence=2) (este en relación con el debate sobre conveniencia de medidas defensivas, y sobre las normas aplicables en EEUU)
- García de Enterría, J. (2002). *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*. Civitas.
- Madrid Parra, A. (2017). Cláusulas limitativas del derecho de voto en las sociedades cotizadas. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (21).
- Vives Ruiz, F. (2006). Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (21), 33-58.