



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

2024-2025, 5º E3-Analytics

Derecho Mercantil

Tutor: Carlos Paredes Galego

Madrid

Marzo 2025

Resumen

El presente trabajo tiene por objeto el análisis del régimen jurídico aplicable a las ofertas públicas de adquisición, con especial atención a los mecanismos de defensa que las sociedades cotizadas pueden emplear frente a intentos de adquisición no solicitados. Se estudian diversas estrategias adoptadas por las empresas objetivo, tales como las denominadas *poison pills*, las cláusulas de recompra o las técnicas de capitalización defensiva, evaluando su grado de eficacia y su adecuación al marco normativo vigente.

En particular, se examina de forma detallada la denominada regla de pasividad, conforme a la cual el consejo de administración de la sociedad afectada no puede adoptar medidas que puedan obstaculizar el éxito de la oferta sin la autorización previa de la junta general. Este principio, de origen europeo, plantea importantes cuestiones en torno al reparto de competencias entre los órganos sociales y la protección del interés de los accionistas.

Asimismo, se ofrece una distinción conceptual y práctica entre OPAs amistosas y hostiles, atendiendo a sus implicaciones estratégicas y jurídicas. El estudio concluye con un análisis crítico del modelo español, valorando su eficacia real y proponiendo algunas reflexiones sobre posibles mejoras normativas y futuras líneas de investigación.

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 purpose of this paper is to analyze the legal regime applicable to takeover bids, with special attention to the defense mechanisms that listed companies can employ against unsolicited takeover attempts. Various strategies adopted by target companies are studied, such as the so-called poison pills, buy-back clauses or defensive capitalization techniques, assessing their degree of effectiveness and their compliance with the regulatory framework in force.

In particular, the so-called passivity rule is examined in detail, according to which the board of directors of the offeree company may not adopt measures that could hinder the success of the bid without the prior authorization of the general meeting. This principle, of European origin, raises important questions concerning the distribution of powers between the corporate bodies and the protection of the interests of the shareholders.

It also offers a conceptual and practical distinction between friendly and hostile takeover bids, taking into account their strategic and legal implications. The study concludes with a critical analysis of the Spanish model, assessing its real effectiveness and proposing some reflections on possible regulatory improvements and future lines of research.

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

LISTADO DE ABREVIATURAS

CNMC	Comisión Nacional del Mercado de la Competencia
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DOPA	Directiva 2004/25/CE
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
LSC	Ley de Sociedades de Capital
OPA	Oferta pública de adquisición
RDOPA	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio

ÍNDICE

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN A LAS OPAS	6
1.1 Definición y naturaleza jurídica de las OPAs	6
1.2 Evolución histórica y marco normativo	8
1.3 Órganos supervisores y reguladores: la CNMV	10
CAPÍTULO 2. CLASIFICACIÓN DE LAS OPAS: AMISTOSAS VS. HOSTILES	12
2.1 OPA amistosa: Concepto y características	13
2.2 OPA hostil: Concepto y características	13
2.3 Diferencias clave en su procedimiento y en las estrategias utilizadas	14
CAPÍTULO 3. LA REGLA DE PASIVIDAD O NEUTRALIDAD	15
3.1 Fundamento y regulación de la regla de pasividad en el Derecho español	15
3.2 Origen europeo de la regla de pasividad: Directiva 2004/25/CE y su transposición con opción	18
3.3 Excepciones a la regla de pasividad: Casos en los que el consejo puede actuar	20
3.4 Eficacia real de la regla de pasividad y vías de neutralización o elusión	24
3.5 Interacción con otros principios del Derecho societario: autonomía de la voluntad, interés social y deberes del consejo	25
CAPÍTULO 4. MECANISMOS DE DEFENSA ANTE OPAS HOSTILES	27
4.1 Introducción a las estrategias defensivas	27
4.2 Tipos de mecanismos de defensa:	27
4.2.1 Búsqueda de un "caballero blanco"	28
4.2.2 Píldoras venenosas	29
4.2.3 Joyas de la corona	30
4.2.4 Limitación de derechos de voto	31
4.2.5 Paracaídas dorados	33
4.2.6 Cláusulas de indemnización por terminación (break-up fees)	33
4.2.7 Acciones judiciales y administrativas	34
4.2.8 Defensas estructurales y estabilidad accionarial	35
4.3 Eficacia de los mecanismos de defensa en el contexto español	36
4.4 Análisis comparativo con otros sistemas jurídicos	38
CAPÍTULO 5. ANÁLISIS PRÁCTICO DE LA EFICACIA DE LAS OPAS AMISTOSAS Y HOSTILES EN ESPAÑA	39

5.1	Introducción	39
5.2	Estudio de casos relevantes	39
5.2.1	Caso Endesa (2005–2007)	39
5.2.2	Caso Iberdrola vs. ACS (2006–2014)	41
5.2.3	OPA de BBVA sobre Banco Sabadell (2024–en curso)	43
5.3	Factores determinantes del éxito o fracaso de una OPA	44
CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES DEL TRABAJO		45
CAPÍTULO 7. BIBLIOGRAFÍA		48
	Obras doctrinales	48
	Jurisprudencia	50
	Legislación	50
	Recursos de internet	51

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 de control en 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. A fin de resultar atractiva para los destinatarios, la oferta suele incluir una prima sobre el precio de cotización de las acciones; dicha prima representa el valor del control, esto es, la capacidad de influir o decidir sobre los recursos de la sociedad, posibilidad que el mercado por sí solo no refleja adecuadamente¹.

Según el profesor Vives², 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, otorgándoles un derecho de separación en supuestos de cambio de control, y 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 total, 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 con derecho de voto de una sociedad cotizada, lo que pone de manifiesto el carácter protector de este mecanismo en favor de los accionistas minoritarios.

¹ Recalde Castells, A. (2010). Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y principios de la ordenación. En J. Juste Mencía & A. Recalde Castells (Coords.), *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (pp. 27). Tirant lo Blanch.

² Vives Ruiz, F. (2006). Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (21), 33-58, p. 606.

La OPA constituye un mecanismo de intervención en el mercado de control de las sociedades cotizadas, un ámbito que, por su propia naturaleza, no opera como un mercado libre, sino que se encuentra sometido a un régimen jurídico intensamente intervenido, orientado a preservar los derechos económicos de los accionistas de la sociedad objetivo. En este contexto, la regulación de las OPAs responde a la necesidad de garantizar la transparencia del procedimiento, la equidad en el tratamiento de los accionistas y la protección efectiva de sus intereses. En el ordenamiento español, el marco normativo aplicable se encuentra en la Ley del Mercado de Valores³ (en adelante, “**LMV**”) y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio⁴ (en adelante, “**RDOPA**”), que regulan de forma detallada las condiciones, los procedimientos y las obligaciones que han de observar tanto el oferente como la sociedad afectada. Entre los principios rectores de esta normativa destacan, de forma central, la igualdad de trato entre accionistas, la publicidad suficiente de la oferta y la neutralidad institucional durante su tramitación.

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. Como señala Paz-Ares (2007), el sistema de OPAs busca garantizar la transparencia, igualdad de trato y eficiencia en la transmisión de control, al tiempo que protege los intereses de los accionistas minoritarios.

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 es la sociedad cotizada cuyas acciones son objeto de la OPA. 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.

³ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 65, de 18 de marzo de 2023. <https://www.boe.es/eli/es/l/2023/03/17/6>

⁴ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 179, de 27 de julio de 2007. <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/07/27/1066>

Además, el consejo de administración de la target 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 importante 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 primer lugar, según su carácter voluntario u obligatorio, y, en segundo lugar, atendiendo a su naturaleza amistosa o hostil. Esta última distinción, si bien no está recogida expresamente en la normativa española, reviste una especial relevancia jurídica y práctica, motivo por el cual será abordada con mayor detalle en el siguiente capítulo. En términos generales, se considera *amistosa* aquella OPA que cuenta con el respaldo del consejo de administración de la sociedad afectada, lo que permite una cooperación institucional que simplifica el procedimiento y facilita la toma de control por parte del oferente. Por el contrario, se califica como *hostil* aquella oferta que se formula sin el consentimiento, o incluso con la oposición activa, de dicho órgano, lo cual puede dar lugar a la adopción de medidas defensivas por parte de la sociedad objetivo, añadiendo complejidad y conflictividad al desarrollo de la operación.

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.

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 consejo de administración 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 régimen español de OPAs se articuló inicialmente de forma fragmentaria, con normas dispersas que respondían a intentos de adaptación a prácticas extranjeras, como las de Bélgica o Francia. El Real Decreto 1197/1991 consolidó por primera vez un régimen reglamentario completo, aunque excesivamente casuístico, que sería reformado a fondo con la transposición de la Directiva 2004/25/CE⁵ (la “DOPA”)⁶.

Mediante la DOPA, el Parlamento Europeo y el Consejo establecieron una regulación mínimamente armonizada para las ofertas públicas de adquisición dentro de la Unión Europea. La adopción de esta respondió a la necesidad de coordinar en alguna medida 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.

⁵ Unión Europea. (2004). *Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre ofertas públicas de adquisición*. Diario Oficial de la Unión Europea, L 142, 30.4.2004.

⁶ Sánchez Calero, F. (2009). *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones*. Civitas. pp. 3-4.

La transposición de la DOPA 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 RDOPA, 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 acciones⁷. 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.

La transposición de la DOPA supuso una transformación sustancial del régimen español, abandonando el modelo de OPA obligatoria a priori y adoptando una lógica a posteriori, lo que representó un giro en la función y efectos jurídicos de la oferta⁸.

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 accionistas⁹.

⁷ Fernández Torres, I. (2008). *Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la junta general en relación con las medidas defensivas*. Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid.

⁸ Sánchez Calero, F. (2009). *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones*. Civitas. p. 6

⁹ Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2025). *Resolución de 5 de marzo de 2025, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV*. Boletín Oficial del Estado, núm. 4823, 22 de marzo de 2025.
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2025-4823>

Una de las funciones clave de la CNMV es la autorización y aprobación de cada OPA antes de su lanzamiento. De acuerdo con el RDOPA, 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 del consejo de administración de la target, la CNMV supervisa la legalidad de las medidas defensivas adoptadas por el Consejo de Administración. En virtud del artículo 60 bis 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 301 LMV, 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, en líneas generales, relevante para la promoción de la estabilidad y la transparencia del sistema financiero. Su supervisión ha permitido, en muchos casos, reducir los riesgos de abuso y garantizar que las operaciones de adquisición se desarrollen en condiciones equitativas para los accionistas. Sin embargo, no puede pasarse por alto que esta función supervisora ha sido objeto de críticas en algunos supuestos en los que se ha cuestionado su rigor al exigir la formulación de una OPA obligatoria, especialmente cuando se ha producido un cambio de control de facto sin que mediara una oferta pública.

Pese a ello, la CNMV sigue desempeñando un papel clave en la aplicación del régimen legal de OPAs, particularmente en lo relativo a la autorización de las ofertas, la supervisión de la información difundida y el control de los plazos y procedimientos. Además, ha contribuido activamente a la armonización de la normativa española con los estándares comunitarios, en especial con los principios establecidos en la Directiva, reforzando así la seguridad jurídica y la participación de inversores internacionales en el mercado bursátil español.

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

La clasificación de las OPAs en amistosas y hostiles no aparece de forma expresa en la legislación española, pero constituye una distinción doctrinal y práctica de gran relevancia para el análisis de las dinámicas de control societario. Esta clasificación, aunque de origen económico y anglosajón, ha sido plenamente incorporada al discurso jurídico nacional por su utilidad para describir el grado de cooperación o conflicto entre los órganos de administración de la sociedad objetivo y el oferente.

2.1 OPA amistosa: Concepto y características

Se considera OPA amistosa aquella que cuenta con el respaldo del consejo de administración de la sociedad objetivo, ya sea porque la operación ha sido precedida de negociaciones entre las partes, o porque el consejo, una vez formulada la oferta, manifiesta expresamente su apoyo a la misma¹⁰. En estos casos, la cooperación entre oferente y target permite estructurar la transacción con mayor seguridad jurídica, facilita el acceso a información privilegiada mediante procesos de *due diligence*, y permite adoptar compromisos complementarios como acuerdos de fusión o pactos de gobierno corporativo futuros.

Este tipo de OPAs se caracteriza por una menor conflictividad, una mayor fluidez procedimental y una mayor probabilidad de éxito, especialmente si el consejo emite un informe favorable dirigido a los accionistas. Desde el punto de vista doctrinal, se afirma que estas operaciones no sólo minimizan la exposición reputacional y judicial del oferente, sino que incrementan el valor percibido por el mercado¹¹.

En el plano jurídico, las OPAs amistosas no difieren sustancialmente en cuanto a los requisitos legales básicos respecto a las hostiles. No obstante, la posición favorable del consejo permite pactar con antelación ciertas condiciones (por ejemplo, *break-up fees* o compromisos de mantenimiento del empleo), que refuerzan la viabilidad de la operación sin incurrir en vulneraciones de la regla de pasividad.

2.2 OPA hostil: Concepto y características

Por el contrario, se califica como OPA hostil aquella que se formula sin la anuencia o con la oposición del consejo de administración de la sociedad objetivo. En estos casos, el oferente acude directamente a los accionistas para obtener el control, sorteando la mediación institucional del órgano de administración.

Las OPAs hostiles suelen desencadenar resistencias activas o pasivas por parte del consejo, dentro de los límites impuestos por el marco normativo. En España, el artículo 28 RDOPA impone la denominada regla de pasividad, que impide al consejo adoptar medidas que puedan frustrar la oferta sin aprobación previa de la junta general. Ello limita severamente la posibilidad de desplegar tácticas defensivas clásicas.

¹⁰ Comisión Nacional del Mercado de Valores. (s.f.). *Tipos de OPAs*. CNMV. <https://www.cnmv.es/Portal/inversor/opas-tipos?lang=es>

¹¹ Vives Ruiz, F. (2006). Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (21), 33-58.

A nivel doctrinal, se ha señalado que las OPAs hostiles tienden a producirse en entornos de capital disperso, donde el oferente puede ganar apoyo sin necesidad de pactos institucionales, y que su éxito depende en gran medida de la estructura accionarial y de la capacidad de la empresa objetivo para movilizar mecanismos preventivos de defensa.

Desde una perspectiva económica, se ha argumentado que las OPAs hostiles cumplen una función disciplinaria del mercado, al permitir reemplazar gestores ineficientes en beneficio de los accionistas. Como señala Sánchez Andrés¹², “*incluso las ofertas hostiles pueden ser beneficiosas, si permiten maximizar el valor de la empresa al sustituir una gestión deficiente*”.

2.3 Diferencias clave en su procedimiento y en las estrategias utilizadas

Desde el punto de vista formal, ambas clases de OPAs deben cumplir con los mismos requisitos legales en cuanto a publicidad, equidad, precio y supervisión por parte de la CNMV. Sin embargo, el grado de colaboración del consejo determina profundas diferencias estratégicas en el desarrollo de la operación.

En las OPAs amistosas, el oferente puede beneficiarse de cláusulas contractuales de apoyo (p. ej., break-up fees), facilitar la tramitación de autorizaciones administrativas y acceder a información confidencial esencial para la evaluación de la operación.

En las OPAs hostiles, en cambio, el oferente debe superar no solo la falta de apoyo institucional, sino también posibles blindajes estatutarios o pactos parasociales adversos, lo cual encarece y ralentiza el proceso.

El análisis comparado muestra que la clasificación amistosa/hostil tiene efectos relevantes sobre el éxito de la oferta y la reacción del mercado, siendo las hostiles más costosas, menos frecuentes y más litigiosas¹³. En el caso español, la combinación de capital concentrado y restricciones normativas ha reducido drásticamente la frecuencia de OPAs hostiles, desplazando el conflicto hacia el terreno de las adquisiciones progresivas o pactadas.

¹² Sánchez Andrés, Á. (2003). *Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas*. Revista Jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid, (8), p. 338

¹³ Gómez Pomar, F., & Sáez Lacave, M. I. (2007). La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, (1).

CAPÍTULO 3. LA REGLA DE PASIVIDAD O NEUTRALIDAD

En este capítulo se analiza el régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición en el ordenamiento español, enfocando especialmente la denominada “regla de pasividad” del órgano de administración de la sociedad afectada. Para ello, se examina el fundamento y la regulación positiva de dicha regla en España, su origen en el Derecho europeo (DOPA) y la forma en que fue transpuesta al derecho interno haciendo uso de las opciones que dicha norma comunitaria ofrecía. Asimismo, se estudia el papel concreto del consejo de administración y el margen de actuación de los administradores durante una OPA hostil, la eficacia real de la regla de pasividad y las posibles vías de neutralización o elusión de la misma por parte de las sociedades objeto de ofertas. Finalmente, se expone el tratamiento doctrinal y jurisprudencial que ha recibido esta materia en España, valorándose la interacción de la regla de pasividad con otros principios generales del Derecho societario español, como la autonomía de la voluntad en el gobierno corporativo, el interés social y los deberes fiduciarios del consejo de administración.

3.1 Fundamento y regulación de la regla de pasividad en el Derecho español

La regla de pasividad del órgano de administración en caso de OPA establece, en esencia, que desde el momento en que se anuncia públicamente una oferta sobre una sociedad cotizada y durante todo el periodo de aceptación de la misma, los administradores de la sociedad objeto no pueden adoptar medidas que frustren el éxito de la oferta sin la autorización previa de la junta general de accionistas. Esta limitación tiene por objetivo impedir que un potencial conflicto de interés —el interés de los administradores en conservar sus cargos frente al interés de los accionistas en aprovechar la oferta— pueda derivar en actuaciones defensivas que bloqueen una propuesta beneficiosa para los propietarios de la sociedad. En definitiva, se traslada a la junta de accionistas la decisión última sobre la adopción de eventuales medidas defensivas, garantizando la primacía del accionista en los cambios de control.

El fundamento último del deber de pasividad puede entenderse como una concreción del deber general de lealtad que vincula a los administradores con los accionistas. En situaciones de posible adquisición, el conflicto de intereses es particularmente agudo: mientras que los administradores pueden tener un incentivo directo para conservar sus cargos y oponerse a la oferta, los accionistas podrían beneficiarse de una eventual prima de control. En este sentido, Gómez Pomar y Sáez Lacave argumentan que los administradores, como agentes de los accionistas, deben abstenerse de intervenir en la decisión sobre la OPA, permitiendo que cada

socio evalúe individualmente su conveniencia, sin interferencias que puedan distorsionar el proceso:

“[...] como agentes de los accionistas, los administradores deben siempre actuar en interés de los principales, no obstaculizando el desarrollo de la oferta ya que una vez que se ha formulado una OPA le corresponde a los accionistas decidir por sí mismos, sin interferencia de los administradores, su aceptación o su rechazo, ya que el accionista es el mejor juez de sus propios intereses”¹⁴.

En el Derecho español vigente, la regla de pasividad está consagrada principalmente en el RDOPA. El artículo 28 de esta norma, titulado “Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo”, desarrolla de forma detallada el deber de abstención de los administradores. Conforme al art. 28.1 RDOPA, desde el anuncio público de la oferta y hasta la publicación de su resultado, el consejo de administración de la sociedad afectada (así como sus delegados, apoderados y sociedades de su grupo) deberá obtener la autorización previa de la junta general antes de emprender “cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta”. Esta prohibición general se concretiza, en el propio precepto, mediante una lista no exhaustiva de actos vetados a los administradores en ausencia de aprobación por los accionistas¹⁵. En particular, no podrán llevar a cabo, por sí o por personas interpuestas, ninguna de las actuaciones siguientes si de ellas pudiera resultar impedido el éxito de la OPA:

- a) Acordar o iniciar emisiones de valores (acciones, u otros títulos convertibles) que dificulten que el oferente alcance el control de la sociedad.
- b) Efectuar o promover operaciones sobre las acciones propias u otros valores de la sociedad (por ejemplo, recompras significativas, ofertas rivales de adquisición de autocartera, etc.), cuando ello pueda obstaculizar la oferta.
- c) Enajenar, gravar o arrendar activos importantes de la sociedad (bienes inmuebles u otros activos sociales relevantes) si tales operaciones pudieran frustrar la oferta.
- d) Acordar pagos extraordinarios a accionistas u otros titulares de derechos de la sociedad (p.ej. dividendos extraordinarios, autocartera con prima, etc.) que no se encuadren en la política

¹⁴ Gómez Pomar, F., & Sáez Lacave, M. I. (2007). *La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos*. InDret, 1/2007.

¹⁵ Cuatrecasas. (2017). *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas.

habitual de retribución aprobada, salvo que dichos pagos hubieran sido ya aprobados y hechos públicos con anterioridad.

Además, el artículo 28.2 del RDOPA prevé que cualesquiera decisiones o acuerdos adoptados por el órgano de administración antes del periodo de oferta, pero que aún no se hayan ejecutado o lo estén solo parcialmente, deberán ser igualmente aprobados o confirmados por la junta general si no se inscriben en el curso ordinario de las actividades sociales y su realización pudiera obstaculizar el éxito de la OPA. Este inciso cierra la puerta a que el consejo, anticipando una posible oferta, deje preparadas medidas defensivas con anterioridad y las ejecute durante la oferta bajo la apariencia de dar cumplimiento a acuerdos previos. De esta forma, la normativa exige un control reforzado por los accionistas no sólo de las actuaciones sobrevenidas a la OPA, sino también de decisiones pretéritas de los administradores que todavía puedan tener efecto durante el período de oferta.

Conviene subrayar que la regla de pasividad española no supone una “parálisis” absoluta de la gestión social, sino únicamente una prohibición de ejecutar actos extraordinarios que tengan finalidad defensiva. Los administradores conservan plenamente sus facultades para continuar con la gestión ordinaria de la compañía durante la oferta, debiendo de hecho hacerlo so pena de incurrir en responsabilidad por omisión de sus funciones. La denominada “pasividad” ha de interpretarse, por tanto, en el sentido de neutralidad o abstención frente a operaciones defensivas, pero no como inactividad en el cumplimiento del deber de diligencia. Como ha señalado la doctrina, más que un verdadero deber de pasividad absoluta, lo que impone la ley es el respeto al principio de primacía de la decisión de los accionistas en un momento tan delicado como una OPA de control, obligando al consejo a consultar a la junta general antes de ejecutar cualquier acto extraordinario tendente a alterar el curso de la oferta. De hecho, el propio RDOPA establece que, en caso de que el consejo pretenda alguna actuación excepcional, la junta debe ser convocada con claridad en el orden del día para decidir sobre esa propuesta, y los administradores deben presentar un informe motivando la medida y haciendo constar el sentido del voto de cada consejero. Esto refuerza la transparencia y la responsabilidad de los gestores ante los accionistas en situaciones de cambio de control.

Por otro lado, es importante destacar que la regulación española vigente ya recogía la esencia de esta limitación antes de la DOPA, por lo que su incorporación formal en 2007 no suscitó especial controversia. En efecto, el régimen anterior de OPAs (establecido en el Real Decreto 1197/1991, ahora derogado) contemplaba ya restricciones a la actuación de los administradores

de sociedades cotizadas frente a ofertas de adquisición. Esta continuidad normativa facilitó que, al transponer la DOPA, el legislador español mantuviera sin debate la obligatoriedad de la neutralidad del órgano de administración. La Ley 6/2007, de 12 de abril, que reformó la Ley del Mercado de Valores para adaptar nuestro ordenamiento a la Directiva, introdujo en dicha Ley las bases legales de la regla de pasividad (arts. 60 ter y 60 quáter de la LMV de 1988, luego trasladados a los arts. 134 y 135 del Texto Refundido de la LMV) y habilitó al Gobierno para desarrollar reglamentariamente la materia, lo que se hizo mediante el RDOPA. En resumen, el fundamento de la regla de pasividad en España descansa tanto en razones de política legislativa —proteger la soberanía de la junta de accionistas en las decisiones de cambio de control— como en la existencia de precedentes normativos nacionales que allanaron su consolidación en el régimen vigente.

3.2 Origen europeo de la regla de pasividad: Directiva 2004/25/CE y su transposición con opción

La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre ofertas públicas de adquisición, constituye la norma comunitaria que armoniza determinados aspectos esenciales de estas operaciones en el ámbito de la Unión Europea. Con una clara influencia del *City Code on Takeovers and Mergers* del Reino Unido¹⁶, uno de los puntos más controvertidos durante su tramitación fue la inclusión de la regla de pasividad (*board neutrality rule*), conforme a la cual los administradores de la sociedad objetivo no pueden obstaculizar una OPA sin autorización previa de la junta general. Como observa García de Enterría¹⁷, el debate reflejó la disparidad entre los modelos de gobierno corporativo existentes en la UE: por un lado, sistemas con capital disperso, como el británico, donde se favorece una neutralidad estricta del consejo; por otro, estructuras con núcleos de control estables, como en Alemania, Francia o España, menos proclives a desarmar a los órganos de administración frente a OPAs hostiles. La solución fue una fórmula de compromiso en el artículo 12, que permitió a los Estados miembros decidir si imponían la regla, la flexibilizaban o permitían a las propias sociedades optar por su aplicación.

¹⁶ García de Enterría, J. (2009). Comentario al artículo 28. En J. García de Enterría (Ed.), *Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPAs* (pp. 193–217). Thomson Civitas.

¹⁷ García de Enterría, J. (2009). Comentario al artículo 28. En J. García de Enterría (Ed.), *Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPAs* (pp. 193–217). Thomson Civitas.

El artículo 9 de la Directiva desarrolla la regla de pasividad, y el artículo 12 introdujo una cláusula de flexibilidad poco habitual en el Derecho societario europeo, fruto del desacuerdo entre los Estados miembros. Esta disposición facultó a cada país para eximir a sus sociedades de la regla de pasividad del artículo 9, o para imponerla parcialmente, así como para permitir que fueran las propias sociedades cotizadas quienes decidieran si se acogían o no a dicho régimen. También se incorporó la regla de reciprocidad, que permite a los Estados autorizar a sus sociedades a no aplicar la neutralidad cuando la OPA proviene de un oferente extranjero no sujeto a reglas equivalentes. Esta opción pretendía evitar situaciones de asimetría competitiva entre oferentes europeos.

En el caso español, la transposición de la Directiva mediante la Ley 6/2007 y el RDOPA optó por mantener la regla de pasividad como norma imperativa. No se concedió a las sociedades cotizadas la posibilidad de apartarse del principio general de neutralidad, que quedó establecido como obligación general y automática en todos los casos en que el oferente estuviese sometido a normas equivalentes. Sin embargo, el legislador español sí acogió la opción de reciprocidad prevista en el artículo 12.3 de la DOPA. Así, el artículo 28.5 del RDOPA dispone que las sociedades españolas podrán suspender la regla de pasividad si son objeto de una OPA por parte de un oferente no sujeto a un régimen equivalente. Para que esta excepción pueda operar, es imprescindible que la junta general haya autorizado expresamente dicha posibilidad con una antelación no superior a 18 meses, de modo que se preserve en todo caso la soberanía de los accionistas¹⁸.

Por otra parte, la Directiva introdujo también el denominado principio de neutralización de medidas defensivas preexistentes (*breakthrough rule*), regulado en su artículo 11. Esta norma pretendía suspender, durante una OPA, determinadas cláusulas estatutarias o pactos parasociales que impusieran restricciones al voto, a la transmisión de acciones o a la representación en junta. El objetivo era evitar que mecanismos estructurales bloqueasen injustificadamente el éxito de ofertas con respaldo accionarial mayoritario. No obstante, la aplicación del artículo 11 también era opcional, y el legislador español optó por no imponer su carácter obligatorio, dejando a cada sociedad la decisión de incorporar voluntariamente ese régimen.

¹⁸ Uría Menéndez. (2007). *Guía sobre la reforma del régimen jurídico de las OPAs*. Madrid: Uría Menéndez Abogados.

Conforme al artículo 60 quáter de la Ley del Mercado de Valores (modificada por la Ley 6/2007) y el artículo 29 del RD 1066/2007, las sociedades pueden, mediante acuerdo de la junta general y previo informe del consejo, acordar que en caso de OPA queden en suspenso: a) las cláusulas estatutarias o parasociales que limiten la transmisibilidad de acciones; b) aquellas que limiten los derechos de voto; y c) dichas limitaciones si el oferente alcanza al menos el 75 % del capital con derecho de voto. Esta decisión debe ser comunicada a la CNMV y solo se aplica si el oferente no queda exento por reciprocidad. En la práctica, sin embargo, pocas sociedades han adoptado este régimen de *neutralización*, prefiriendo mantener sus blindajes mientras no se alcance el umbral legal del 70 % que los anula conforme a la Ley de Sociedades de Capital.

En definitiva, la transposición española de la Directiva 2004/25/CE se caracteriza por: (i) reforzar la regla de pasividad como imperativo normativo; (ii) introducir un mecanismo de reciprocidad condicionado por la autorización de la junta; y (iii) permitir la neutralización estatutaria de cláusulas restrictivas en caso de OPA, aunque sin imponerla de forma general. Este enfoque refleja un equilibrio entre la disciplina del órgano de administración en contextos de cambio de control y la autonomía societaria, permitiendo que cada sociedad module su grado de defensa estructural dentro del marco legal.

3.3 Excepciones a la regla de pasividad: Casos en los que el consejo puede actuar

La puesta en práctica de la regla de pasividad determina de manera muy concreta el papel del consejo de administración de la sociedad objeto durante una OPA hostil. En términos generales, al iniciarse el proceso de una OPA (especialmente si es no solicitada o no pactada, es decir, hostil), el órgano de administración pasa a tener una función principalmente reactiva y de asesoramiento a los accionistas, en contraposición a un rol activo de defensa corporativa que podría tener en ausencia de la regla de neutralidad.

En primer lugar, la normativa impone al consejo deberes de información y pronunciación. Tan pronto como se anuncia la oferta, los administradores deben preparar y publicar, antes de que finalice el plazo de aceptación, un informe dirigido a los accionistas con su opinión sobre la OPA. En ese informe, que se difunde como hecho relevante, el consejo evalúa la oferta (precio, planes del oferente, impacto en la sociedad, etc.), expresa su postura fundada (por ejemplo, recomendando aceptarla, no acudir, o absteniéndose de recomendar) y analiza las consecuencias previsibles de la operación sobre el interés social, el empleo y otros aspectos relevantes. Este pronunciamiento formal permite a los accionistas conocer la visión de los

administradores sobre la conveniencia o no de la oferta. Cabe resaltar que, aunque la recomendación del consejo no vincula jurídicamente a los accionistas, en la práctica puede influir en la aceptación de la OPA, sobre todo en entornos con alto accionariado minorista disperso que valore la opinión de los gestores.

Ahora bien, en cuanto a la capacidad de actuación material del consejo durante la oferta, la regla de pasividad restringe drásticamente las opciones tradicionales de defensa activa frente a una OPA hostil. Por tanto, el consejo de administración español, por sí solo, no puede “blindar” a la sociedad adoptando tácticas de bloqueo; su margen de maniobra reside en utilizar medios indirectos o alternativos que la regulación permite expresamente y en cumplir con diligencia sus funciones ordinarias.

Entre las actuaciones legítimas que el órgano de administración sí puede emprender en el curso de una OPA hostil, destacan las siguientes:

Búsqueda de oferentes alternativos: La ley autoriza explícitamente que el consejo sondee el mercado en busca de ofertas competidoras más favorables para los accionistas. Esta práctica, conocida coloquialmente como buscar un “caballero blanco”, es totalmente congruente con el deber de lealtad del consejo: si los administradores consideran que la sociedad vale más de lo que ofrece el oferente hostil, pueden intentar propiciar la aparición de otro inversor que presente una contraoferta más atractiva. Dicha búsqueda de competidores no se considera una medida defensiva prohibida, sino una forma lícita de maximizar el valor para el accionista (similar al deber asumido en el caso Revlon bajo el Derecho de Delaware, cuando la venta de la compañía es inevitable). No obstante, al desplegar esta búsqueda el consejo debe asegurar la igualdad de trato entre potenciales competidores; por ejemplo, si ofrece información confidencial de la sociedad a un posible oferente alternativo, deberá ponerla a disposición de todos los demás candidatos serios en condiciones equivalentes (paridad informativa supervisada por la CNMV). Encontrar un oferente competidor exitoso tiene el efecto de forzar al primer oferente a mejorar su precio o de lo contrario retirarse, en beneficio de los accionistas.

Continuación de la gestión ordinaria y planes estratégicos en curso: La empresa no se detiene por la OPA, y el consejo debe seguir ejecutando las operaciones del giro ordinario previamente previstas, siempre que no constituyan defensas encubiertas. La Directiva europea reconoce que los administradores pueden “completar medidas ya iniciadas antes de la oferta que se inscriban en el curso normal de la actividad”. Así, por ejemplo, si la sociedad tenía planificada una inversión o adquisición estratégica antes de la OPA, podrá continuar con ella durante la oferta,

salvo que objetivamente su efecto sea impedir el éxito de la OPA (lo cual requeriría entonces aprobación de la junta). En este punto, es clara la frontera entre lo ordinario y lo extraordinario: las operaciones rutinarias o derivadas de decisiones previas legítimas son admisibles, pero cualquier acto nuevo, no habitual y de gran relevancia ejecutado tras conocer la oferta será sospechoso de buscar frenar al oferente y quedará sujeto a la prohibición de pasividad.

Negociación con el propio oferente: Aunque el consejo no puede simplemente rechazar la oferta ni modificar unilateralmente sus términos, nada impide que intente negociar con el oferente mejoras en las condiciones de la OPA en beneficio de la sociedad. De hecho, es relativamente común que ante la resistencia inicial del consejo, el oferente acceda a subir el precio ofrecido o a mejorar ciertas garantías (por ejemplo, compromisos de mantenimiento de plantilla, domicilio social, etc.) para ganar el apoyo del órgano de administración y, con ello, una recomendación positiva a los accionistas. Tales negociaciones, que pueden transcurrir discretamente durante el período de aceptación, no están prohibidas por la regulación, siempre que el consejo siga respetando la igualdad de los accionistas y no incurra en pactos que restrinjan injustamente la libre competencia de ofertas. Incluso podrían plasmarse en acuerdos de transacción sujetos a la eventual aprobación de la junta (por ejemplo, una fusión pactada como alternativa a la OPA). En síntesis, el consejo conserva la posibilidad de dialogar con el oferente para buscar condiciones más ventajosas, ejerciendo así una función de intermediación protectora del interés social, aunque sin poder imponer cambios por sí mismo.

Oposición pública argumentada: Otra faceta del margen de actuación es más intangible pero relevante: el discurso público o comunicación del consejo. Los administradores pueden legítimamente manifestar, en su informe o en otros medios permitidos, su oposición razonada a la OPA si consideran que no responde al interés de la sociedad o infravalora las acciones. Pueden por ejemplo instar a los accionistas a no acudir a la oferta por considerarla “insuficiente” o “hostil” en términos económicos o estratégicos. Esta labor persuasiva entra dentro de su rol de defensores del interés social, en cuanto no vaya acompañada de actos materiales contrarios a la neutralidad. Cabe recordar el célebre caso de la OPA de Gas Natural sobre Endesa (2005-2006), donde el consejo de Endesa expresó públicamente su rechazo a la oferta calificándola de insuficiente y contraria al interés de la compañía, recomendando a los accionistas no vender en esas condiciones. Esa postura pública, sumada a la búsqueda de alternativas, contribuyó a que finalmente surgieran ofertas competidoras mejores. La mera expresión de opiniones o estrategias de comunicación orientadas a convencer a los accionistas

(o a la opinión pública y reguladores) no está vedada por la regla de pasividad, siempre que se fundamenten en informaciones veraces y no constituyan maniobras engañosas.

Acciones legales y regulatorias: Finalmente, aunque no se trata de “actuaciones del órgano de administración” en el sentido corporativo estricto, es indudable que la sociedad afectada –bajo dirección del consejo– puede recurrir a vías legales para defenderse, siempre que se basen en el ejercicio legítimo de derechos y no en artilugios dilatorios fraudulentos. Por ejemplo, la compañía puede impugnar ante los tribunales alguna decisión de la CNMV relativa a la oferta, o alegar ante la autoridad de competencia que la concentración resultante sería contraria a la libre competencia, buscando condiciones o vetos. Estas acciones judiciales o administrativas pueden demorar la ejecución de la OPA o condicionarla, sin que por ello se vulnere formalmente la regla de pasividad, puesto que se trata del ejercicio de derechos de defensa jurídica más que de medidas “corporativas” per se. En el caso Endesa antes citado, el consejo acudió a la vía judicial obteniendo medidas cautelares que suspendieron temporalmente el plazo de aceptación de la OPA de Gas Natural, lo cual otorgó más tiempo para reacciones alternativas. Del mismo modo, es frecuente que se planteen requerimientos o denuncias ante la CNMV si se considera que el oferente ha incumplido normativa (por ejemplo, en materia de información, insider trading, etc.), o que se insista ante el regulador antimonopolio para que imponga condiciones estrictas al oferente. Estas tácticas, aunque puedan ser vistas como hostiles hacia el oferente, no están prohibidas por la regla de pasividad, ya que esta se refiere a actos de gestión societaria que obstaculicen la oferta, no a la utilización de mecanismos legales externos previstos por el ordenamiento. Eso sí, el abuso de litigios infundados podría eventualmente considerarse contrario a la buena fe y, en casos extremos, implicar responsabilidad.

En contrapartida a lo anterior, los administradores españoles deben abstenerse de realizar cualquier acto de relevancia societaria que suponga de hecho una defensa sin aprobación de la junta. Por ejemplo, no pueden emitir nuevas acciones o bonos convertibles colocándolos en manos amigas para diluir al oferente (lo que en EEUU se asemejaría a una *poison pill*); tampoco podrían, tras anunciada la OPA, vender precipitadamente unidades de negocio clave (*crown jewels*) para hacer menos atractiva la compañía al oferente, ni aprobar dividendos excepcionales que reduzcan el valor para el adquirente, salvo que esos actos estén ya aprobados ex ante por los accionistas. Cualquier vulneración de esta prohibición podría acarrear la nulidad del acto y la eventual responsabilidad de los administradores por incumplir sus deberes legales y fiduciarios. De hecho, la CNMV mantiene una supervisión estricta durante las OPAs sobre

las actuaciones de las partes; en el caso Endesa, por ejemplo, el regulador recordó formalmente al consejo su deber legal de pasividad para evitar maniobras inapropiadas. El Comité Ejecutivo de la CNMV envió una carta al presidente de Endesa advirtiéndole que se abstuviera de cualquier actuación que pudiera entorpecer el curso de la oferta, subrayando la exigencia de neutralidad. Este tipo de intervenciones ejemplifica la vigilancia sobre los consejos en estas situaciones.

En suma, el consejo de administración de una sociedad objeto de OPA hostil en España desempeña un papel delicado de equilibrio: por un lado, no puede erigir barreras unilaterales contra la oferta (pues la ley traslada a los accionistas las decisiones defensivas); por otro lado, debe actuar diligentemente en defensa del interés social, lo que implica explorar alternativas mejores, negociar mejoras o condiciones, y orientar a los accionistas mediante su opinión experta. Se ha descrito esta función como la de un árbitro neutral que organiza un posible proceso competitivo entre oferentes y vela por maximizar el valor para los accionistas, en lugar de una parte interesada que lucha por su propia continuidad. La neutralidad impuesta por la norma trata de alinear las decisiones del consejo con el interés de los propietarios en obtener la mejor oferta posible, minimizando el riesgo de conductas oportunistas de entrenchment (atrincheramiento) de los directivos. Con todo, esta neutralidad legal no exime al consejo de sus deberes fiduciarios: si los administradores, escudándose en la pasividad, omitieran acciones razonables que pudieran mejorar la situación de los accionistas (por ejemplo, negándose injustificadamente a buscar ofertas alternativas o a dialogar con el oferente sobre mejoras), podrían infringir su deber de lealtad o diligencia. En la práctica, sin embargo, los consejos suelen desplegar activamente las herramientas legítimas a su alcance para influir en el resultado de la OPA en sentido favorable a la sociedad, sin traspasar la línea roja de la prohibición de actos defensivos sin junta.

3.4 Eficacia real de la regla de pasividad y vías de neutralización o elusión

Tras más de una década de vigencia del actual régimen de OPAs, resulta pertinente preguntarse por la eficacia práctica de la regla de pasividad en el contexto español y por las formas en que las sociedades han podido neutralizar o eludir sus efectos mediante otros mecanismos.

En términos generales, la regla de pasividad ha cumplido con su finalidad de impedir defensas “de última hora” por parte de los administradores. Desde 2007 a la fecha, no se ha documentado ningún caso en España de medidas defensivas adoptadas ilegalmente por un consejo tras el anuncio de una OPA, lo cual indica un alto grado de cumplimiento. Los administradores son

conscientes de la claridad de la prohibición legal y del escrutinio tanto de la CNMV como de los tribunales, por lo que se han abstenido de realizar actos frontalmente contrarios a la norma (como las clásicas emisiones ad hoc o ventas de activos para frustrar al oferente). En este sentido, puede afirmarse que la regla de pasividad ha sido eficaz para desarmar las defensas “reactivas” típicas en los procesos de toma de control. Aquellas prácticas que antaño eran discutidas o intentadas en el derecho comparado (p. ej., la emisión de acciones preferentes a un tercero amistoso, o la compra masiva de autocartera para encarecer la OPA) hoy no tienen cabida dentro de la legalidad vigente sin luz verde de la junta general.

Ahora bien, la eficacia material de esta regla resulta más matizada si se considera el conjunto del diseño institucional. Tal como señala la doctrina, su función es esencialmente preventiva y se integra en un modelo de control ex ante, pero no excluye que las sociedades desplieguen defensas estructurales o adopten estrategias indirectas, anteriores al anuncio de la oferta, que neutralicen de facto sus efectos¹⁹. De este modo, la regla se muestra eficaz para evitar actuaciones oportunistas del consejo en el curso de la OPA, pero no impide que se configure previamente un marco que limite su éxito.

Por tanto, la eficacia real de la pasividad depende no solo de su cumplimiento formal —que en España ha sido elevado— sino también de la interacción con otros elementos del régimen societario, estatutario y contractual. El legislador ha optado por confiar en un equilibrio entre la neutralidad del órgano de administración y la libertad organizativa de las sociedades, aun a costa de una eficacia parcial del principio de libre decisión accionarial.

Las principales técnicas de defensa utilizadas por las sociedades cotizadas —ya sean estructurales, contractuales o estratégicas— se analizan de forma sistemática en el capítulo 4, al que se remite para una exposición detallada.

3.5 Interacción con otros principios del Derecho societario: autonomía de la voluntad, interés social y deberes del consejo

La regla de pasividad, al impedir que el órgano de administración adopte medidas defensivas frente a una OPA sin autorización de la junta general, se conecta estrechamente con diversos

¹⁹ García de Enterría, J. (2009). Comentario al artículo 28. En J. García de Enterría (Ed.), *Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPAs* (pp. 127-128). Thomson Civitas.

principios estructurales del Derecho societario. Como advierte García de Enterría²⁰, esta limitación constituye una manifestación concreta del deber fiduciario de los administradores en contextos de cambio de control, al proteger a los accionistas frente a posibles conflictos de interés.

En primer lugar, la regla actúa como límite a la autonomía de la voluntad estatutaria y parasocial. Aunque los socios pueden configurar estatutos y pactos conforme a su libertad, el artículo 28 del RDOPA impone un marco imperativo: no es posible habilitar al consejo para adoptar medidas defensivas sin el consentimiento previo de la junta. No obstante, el Derecho español permite ciertos blindajes *ex ante* —como limitaciones al voto—, siempre que no bloqueen de forma definitiva una oferta respaldada mayoritariamente. Esta solución intermedia busca compatibilizar la libertad societaria con la igualdad de oportunidades en el mercado de control.

En segundo lugar, la regla de pasividad traslada al accionariado la definición del interés social en el contexto de una OPA. En lugar de permitir al consejo decidir qué conviene a la empresa, se presume que son los propios accionistas quienes, como titulares del capital en riesgo, deben evaluar si la oferta es adecuada. Esta visión se refuerza con la obligación del consejo de emitir un informe detallado, pero sin capacidad de intervención directa salvo delegación expresa de la junta.

Por último, la regla refuerza los deberes fiduciarios del consejo. El deber de lealtad se protege al eliminar el conflicto entre el interés personal de los administradores y el interés de los socios. Al mismo tiempo, el deber de diligencia exige al consejo actuar con información y criterio, buscando maximizar el valor para los accionistas sin obstaculizar la operación. En este sentido, la pasividad no implica inacción, sino canalización institucional del juicio estratégico.

En conjunto, la regla de pasividad no solo ordena el procedimiento de OPAs, sino que se integra coherentemente en el sistema societario, protegiendo al inversor y fortaleciendo la transparencia y la legitimidad de los procesos de cambio de control.

²⁰ García de Enterría, J. (2009). Comentario al artículo 28. En J. García de Enterría (Ed.), *Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPAs* (p. 196). Thomson Civitas.

CAPÍTULO 4. MECANISMOS DE DEFENSA ANTE OPAS HOSTILES

4.1 Introducción a las estrategias defensivas

Una vez delimitado el contenido de la regla de pasividad (analizada en el capítulo anterior), corresponde examinar los principales mecanismos de defensa que las sociedades pueden adoptar frente a una OPA hostil. En este contexto, se entiende por OPA hostil aquella que no cuenta con la aquiescencia del órgano de administración de la sociedad objetivo, lo cual frecuentemente conlleva una reacción defensiva por parte de esta.

Ahora bien, como se explicó anteriormente, el marco normativo español impone severas limitaciones a la capacidad del consejo para actuar frente a una OPA sin la autorización de la junta general de accionistas. Por tanto, el análisis de los mecanismos defensivos debe distinguir entre aquellos que pueden implementarse legítimamente durante el proceso de OPA y aquellos cuya eficacia se circunscribe a su adopción con anterioridad, en tiempos de normalidad societaria.

Desde una perspectiva doctrinal, se ha sostenido que la utilización de mecanismos de defensa frente a OPAs hostiles no es en sí misma ilegítima, siempre que se oriente a la protección del interés social y no únicamente a la autopreservación del órgano de administración²¹.

Este capítulo se centra en describir y valorar las principales estrategias defensivas, atendiendo tanto a su tipología como a su viabilidad dentro del ordenamiento jurídico español. Asimismo, se aportará una breve perspectiva comparada con otras jurisdicciones.

4.2 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

²¹ Sánchez Andrés, Á. (2003). *Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas*. Revista Jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid, (8), p. 333

respuesta directa²². 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.

4.2.1 Búsqueda de un "caballero blanco"

Una de las pocas estrategias disponibles para el consejo tras el anuncio de una OPA, sin necesidad de autorización de la junta, consiste en la búsqueda de un tercero que formule una oferta competidora, en términos más ventajosos para los accionistas. Esta figura, conocida como "caballero blanco", ha sido reconocida por la normativa como una actuación lícita y compatible con la regla de pasividad, en la medida en que pretende maximizar el valor para los accionistas sin obstaculizar directamente la OPA original²³.

En la práctica, esta estrategia puede resultar efectiva, aunque exige transparencia y trato equitativo entre posibles oferentes. También implica que el control de la sociedad pasará igualmente a un nuevo accionista mayoritario, por lo que no se evita el cambio de control, sino que se orienta hacia una alternativa considerada más favorable.

Esta es una medida de defensa drástica, 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 alternativa para evitar que el oferente adquiriera 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.

²² Sánchez Andrés, Á. (2003). *Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas*. Revista Jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid, (8), p. 334

²³ González, A. (2020). Defensas corporativas ante OPAs hostiles: Teoría y práctica en España. Revista Española de Derecho Financiero, 12(4), 45-67.

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 necesariamente mayor al del competidor, ya que la regulación exige que las OPAs posteriores a otras preexistentes mejoren las condiciones de esta. 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 adquirente²⁴.

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 podría usar esta medida cuando la target cuente con acciones en autocartera, y necesite 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. En cualquier caso, esta operación necesitaría la aprobación de la junta general de la target.

Este tipo de actuaciones ha sido considerado lícito por doctrina y jurisprudencia, siempre que se respeten los principios de igualdad informativa y transparencia.

4.2.2 Píldoras venenosas

Las llamadas píldoras venenosas (*poison pills*) son una de las estrategias defensivas más utilizadas en otros mercados 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.²⁵

Este mecanismo fue desarrollado en Estados Unidos por Martin Lipton²⁶, 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

²⁴ Córdoba Bueno, M. (2003). *OPA. El control político de las sociedades cotizadas*. Paraninfo.

²⁵ Ontier. (2024). *Poison pills en M&A: ¿equilibrio entre protección y garantía de los accionistas?*.

<https://www.ontier.law/insight/poison-pills-en-m-a-equilibrio-entre-proteccion-y-garantia-de-los-accionistas>

²⁶ Sunder, L. (2014). The controversial ‘poison pill’ takeover defense: How valid are the arguments in support of it? *NMIMS Management Review*, 23.

píldora defensiva empleada por Airgas en 2011, o por Netflix en 2012²⁷. 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.

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, cuando el oferente adquiere un porcentaje predeterminado de acciones.

Ahora bien, como cabría esperar después del análisis de la regla de pasividad, cualquier adopción de una *poison pill* en el contexto español requeriría aprobación expresa de la junta, y su validez podría además entrar en conflicto con los principios de proporcionalidad y transparencia exigidos por la CNMV. Es por ello que este tipo de medidas no son aplicables en nuestra jurisdicción.

4.2.3 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 compañía²⁸.

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.

Sin embargo, este mecanismo constituye una medida claramente extraordinaria y está expresamente incluida entre las prohibidas durante el período de oferta si no media acuerdo de

²⁷ Vranesevic Law Office. (s.f.). *The poison pill strategy and hostile takeovers: From the 80s, over Netflix to Twitter*. Vranesevic Law Office. <https://vraneseviclaw.com/en/the-poison-pill-strategy-and-hostile-takeovers-from-the-80s-over-netflix-to-twitter/>

²⁸ González, A. (2020). Defensas corporativas ante OPAs hostiles: Teoría y práctica en España. *Revista Española de Derecho Financiero*, 12(4), 45-67.

la junta. Por tanto, esta técnica ha perdido casi toda aplicabilidad en el entorno regulatorio español.

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 líquido listo para disponer²⁹.

4.2.4 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 accionarial³⁰. 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. Tal y como establece Uría Menedez en su guía sobre OPAS “*la principal y más eficaz medida defensiva estatutaria admisible en España es la limitación del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o todos los pertenecientes a un mismo grupo*”³¹.

En el derecho societario español, la regulación de las limitaciones al ejercicio del derecho de voto ha experimentado una evolución marcada por cambios de orientación en muy corto plazo, reflejo de los intereses políticos predominantes en cada momento. Originariamente, la derogada Ley de Sociedades Anónimas de 1989³² (“LSA”) admitía la posibilidad de incluir cláusulas estatutarias que limitaran el número de votos atribuibles a un mismo accionista, como excepción al principio de proporcionalidad entre capital y derechos políticos, regulado en su

²⁹ Córdoba Bueno, M. (2003). *OPA. El control político de las sociedades cotizadas*. Paraninfo.

³⁰ García de Enterría, J. (2002). *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*. Civitas.

³¹ Uría Menéndez. (2023). *Guía sobre la reforma del régimen jurídico de las OPAs*. Madrid: Uría Menéndez Abogados.

³² Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 310, de 27 de diciembre de 1989. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1989-30361>

artículo 105. Este principio —que garantiza que cada acción otorgue un número de votos proporcional a su valor nominal— ha sido históricamente considerado un pilar del derecho societario español.

La entrada en vigor de la Ley de Sociedades de Capital³³ (“LSC”) en 2010 supuso un giro relevante al prohibirse expresamente, en su artículo 515, la inclusión de cláusulas limitativas del derecho de voto en sociedades cotizadas, obligando a su eliminación antes del 1 de julio de 2011. Esta reforma fue presentada como una medida en línea con las tendencias de buen gobierno corporativo promovidas desde la Unión Europea. Sin embargo, menos de dos años después, en 2012, el legislador revirtió en parte esa decisión mediante la introducción del artículo 527, a iniciativa del Partido Popular. Esta nueva norma permitió restablecer tales limitaciones, aunque condicionando su validez: si un accionista alcanza, tras una OPA, al menos el 70 % del capital social, la restricción queda sin efecto. Critica Gómez Pomar³⁴ este vaivén legislativo, que elimina y restablece en tan breve plazo un mecanismo estructural de defensa, revelando cómo estas reformas no siempre responden a una lógica técnica o de estabilidad normativa, sino que obedecen a intereses coyunturales vinculados a conflictos empresariales concretos, como fue el caso del enfrentamiento entre Iberdrola y ACS.

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

³³ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (2010). *Boletín Oficial del Estado*, núm. 161, de 3 de julio de 2010. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

³⁴ Gómez Pomar, F. (2025). Un cuento de dos legisladores. *InDret. Revista para el Análisis del Derecho, Privado*, (1), 3.12.

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.

A pesar de su eficacia, a nivel práctico, estas cláusulas cuentan con poca aplicación por la dificultad que cuesta incluirlas en los estatutos, ya que los *proxy advisors*, empresas que emiten recomendaciones sobre el voto en las juntas de sociedades, generalmente recomiendan votar en contra de estas medidas.

El caso de Iberdrola frente a ACS ilustra claramente su eficacia. Aunque ACS superó el 19 % del capital, no pudo ejercer la totalidad de sus derechos de voto debido a una limitación estatutaria del 10 %.

4.2.5 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.

Esta medida ha sido objeto de críticas y no goza de amplia aceptación. Es contraria a las recomendaciones de buen gobierno de la CNMV. Al igual que la limitación de derechos de votos, este tipo de medidas son valoradas negativamente por los *proxy advisors*.

4.2.6 Cláusulas de indemnización por terminación (break-up fees)

Entre los mecanismos contractuales adoptados en fases preliminares de una operación de OPA, destacan las denominadas *break-up fees*, o cláusulas de indemnización por terminación. Estas estipulaciones consisten en un acuerdo entre la sociedad objetivo y el oferente inicial, mediante el cual la primera se compromete a abonar una compensación económica si la operación no se consuma, normalmente por haber triunfado una oferta competidora. Su finalidad es compensar al oferente por los costes y esfuerzos asumidos, incentivando así el lanzamiento de la oferta.

La admisibilidad de estas cláusulas en el ordenamiento español ha sido objeto de análisis doctrinal detallado. Según Paredes Galego³⁵, su validez dependerá de una serie de requisitos: la moderación de su cuantía (normalmente inferior al 1 % del valor de la operación), su finalidad legítima como estímulo para formalizar la OPA y su compatibilidad con el principio de igualdad de trato de los accionistas. A mayor abundamiento, advierte el autor que la cláusula no debe constituir, en la práctica, una medida disuasoria de OPAs competidoras ni vulnerar la prohibición de asistencia financiera del entonces vigente artículo 81 de la LSA, actualmente recogido en el artículo 150 de la LSC, aspecto especialmente delicado si el compromiso lo asume la sociedad target sin contraprestación efectiva.

Desde la perspectiva del consejo de administración, resulta esencial que estas cláusulas se motiven debidamente en el interés social y que su adopción se acompañe de informes financieros externos (*fairness opinions*) y una deliberación transparente, para evitar futuras reclamaciones por responsabilidad de los administradores.

En definitiva, las *break-up fees* pueden actuar como mecanismos eficaces para facilitar OPAs amistosas, siempre que se ajusten a los principios de razonabilidad, transparencia y lealtad fiduciaria.

4.2.7 Acciones judiciales y administrativas

Una de las vías a las que puede recurrir legítimamente el consejo es la interposición de 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.

No obstante, deben evitarse abusos o actuaciones temerarias, pues podrían derivar en responsabilidad por parte de los administradores si se perjudica a la sociedad sin justificación.

Pese a que la legislación española impone severas restricciones a las medidas defensivas mediante la 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

³⁵ Paredes Galego, C. (2003). Sobre la admisibilidad en derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“break-up fees”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición. *Revista de Derecho Mercantil*, (249), 1101–1139.

tribunales, en una primera instancia, suelen mostrarse reacios a negar dicha legitimación o a calificar el comportamiento de los administradores como fraude procesal. En palabras de García de Enterría³⁶, “*el derecho constitucional a obtener la tutela judicial efectiva no permite desposeer a los administradores de sus facultades para representar a la sociedad en juicio incluso durante una OPA*”.

El caso Endesa-Gas Natural, que se tratará a continuación, constituye un ejemplo paradigmático: los recursos contencioso-administrativos interpuestos por Endesa derivaron en medidas cautelares que ralentizaron la operación³⁷. Asimismo, en el caso Iberdrola-ACS, los ingeniosos recursos de Iberdrola evitaron que permaneciesen en el consejo de Iberdrola representantes de ACS^{38 39}.

4.2.8 Defensas estructurales y estabilidad accionarial

Una parte significativa de las defensas frente a OPAs hostiles en el sistema español no depende de la actuación del consejo durante la oferta —limitada por la regla de pasividad—, sino del diseño previo del gobierno corporativo, los estatutos sociales y la estructura accionarial de la sociedad. Estas defensas estructurales, también denominadas defensas ex ante, constituyen herramientas preventivas cuya eficacia reside en su capacidad de disuasión o en la generación de obstáculos jurídicos o económicos que desalientan al potencial adquirente.

Entre estas medidas destacan las cláusulas estatutarias de blindaje, que incluyen una amplia gama de mecanismos como los quórum y mayorías reforzadas para adoptar acuerdos sociales, restricciones al nombramiento de consejeros, o exigencias adicionales para modificar determinadas disposiciones estatutarias. Junto a estas, y tratada con mayor detalle en el apartado 4.2.4, se encuentra la limitación del derecho de voto, medida que, aunque distinta en configuración, persigue fines similares de protección del equilibrio de poder interno en la sociedad.

³⁶ García de Enterría, J. (2009). Comentario al artículo 28. En J. García de Enterría (Ed.), *Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPAs* (pp. 216–217). Thomson Civitas.

³⁷ Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso-Administrativo. (2006, 28 de abril). Auto por el que se suspende el Acuerdo del Consejo de Ministros acerca de la OPA de Gas Natural sobre Endesa (Recurso n.º 47/2006). *Boletín Oficial del Estado*

³⁸ Tribunal Supremo, Sala de lo Civil. (2014, 12 de noviembre). Sentencia n.º 608/2014 (ECLI:ES:TS:2014:4648).

³⁹ Tribunal Supremo, Sala de lo Civil. (2014, 12 de noviembre). Sentencia n.º 609/2014 (ECLI:ES:TS:2014:4649).

Otra herramienta de gran utilidad son los pactos parasociales, mediante los cuales varios accionistas se comprometen a actuar de forma coordinada, dificultando la entrada de un tercero no deseado en el control de la sociedad. Estos pactos pueden incluir acuerdos de sindicación de voto, restricciones a la transmisibilidad de las acciones o compromisos de apoyo mutuo ante ofertas de adquisición. Aunque su oponibilidad frente a la sociedad o terceros es limitada si no están inscritos, su eficacia interna puede condicionar notablemente el éxito de una OPA.

Además, muchas sociedades recurren a cláusulas de cambio de control incorporadas en contratos estratégicos con clientes, proveedores o entidades financieras. Estas estipulaciones permiten a la otra parte modificar o extinguir el contrato si se produce un cambio en la titularidad de la sociedad, reduciendo así el atractivo económico de la operación para el oferente. Estas cláusulas se utilizan especialmente en sectores regulados o en sociedades con activos intangibles ligados a relaciones contractuales estables.

Por último, cabe hacer referencia a la estructura accionarial como defensa en sí misma. En el mercado español, es frecuente que las sociedades cotizadas cuenten con uno o varios accionistas estables con participaciones significativas —ya sean familias empresariales, holdings industriales o entidades públicas—. Esta concentración accionarial constituye una forma de blindaje natural frente a OPAs hostiles, en tanto que, si estos accionistas no están dispuestos a vender, el éxito de la oferta resulta inviable.

En conjunto, estas estrategias ponen de manifiesto que, en el marco jurídico español, la eficacia de la defensa frente a una OPA depende menos de la capacidad de reacción del consejo durante la oferta, y más del diseño institucional y contractual previo de la sociedad. La adopción prudente de defensas estructurales permite a las compañías protegerse frente a adquisiciones indeseadas sin infringir la regla de pasividad, a la vez que transmite al mercado una imagen de estabilidad y previsibilidad.

4.3 Eficacia de los mecanismos de defensa en el contexto español

A la luz del régimen jurídico vigente, cabe afirmar que la mayoría de las medidas defensivas solo pueden desplegarse eficazmente si han sido diseñadas con antelación. El margen de actuación del consejo durante una OPA es muy limitado, tal como se expuso en el capítulo 3, y se circunscribe fundamentalmente a la búsqueda de oferentes alternativos, el asesoramiento informado a los accionistas y, en su caso, el recurso a mecanismos legales externos.

En este contexto, las defensas más relevantes en el mercado español han sido las estructurales o ex ante, es decir, aquellas adoptadas antes de que se anuncie una oferta. Estas incluyen cláusulas estatutarias de blindaje, pactos parasociales, estructuras de capital concentrado, y contratos con cláusulas de cambio de control, entre otras.

El caso de Iberdrola frente a ACS, analizado por la doctrina y avalado en parte por el Tribunal Supremo, muestra cómo la combinación de estas estrategias puede disuadir eficazmente a un oferente no deseado sin infringir la regla de pasividad. En dicho caso, la limitación estatutaria del 10 % de los derechos de voto fue efectiva durante varios años, hasta que fue neutralizada por una reforma legal posterior. Este tipo de defensas, al ser adoptadas previamente y con conocimiento del mercado, no son consideradas maniobras prohibidas, sino parte del diseño legítimo del gobierno corporativo.

Por otro lado, la utilización de acciones legales y regulatorias ha permitido, en ciertos casos, ralentizar o condicionar el éxito de una OPA. La jurisprudencia española ha admitido que el consejo de administración pueda recurrir a estas vías, siempre que actúe en defensa del interés social y no de forma abusiva. En el caso de Endesa, la interposición de recursos ante tribunales y la CNMV contribuyó a retrasar la operación, permitiendo la aparición de oferentes alternativos⁴⁰.

En suma, la eficacia de los mecanismos de defensa en España no puede medirse únicamente por la capacidad del consejo para actuar durante la oferta, sino por la robustez de la estructura preventiva diseñada por la sociedad. En este sentido, resulta decisivo que los órganos de gobierno, en tiempos de normalidad, adopten las medidas necesarias para garantizar la estabilidad del control societario, sin vulnerar los derechos de los accionistas ni los principios de libre transmisibilidad de las acciones.

La escasa frecuencia de OPAs hostiles exitosas en España durante las últimas décadas responde a una combinación de factores: el diseño normativo restrictivo, la concentración accionarial, la existencia de blindajes válidos y el papel, en ocasiones decisivo, de las autoridades administrativas o sectoriales. Esta realidad plantea dudas razonables sobre la necesidad de una regla de pasividad tan estricta, si en la práctica la defensa se despliega por otras vías.

⁴⁰ González, A. (2020). Defensas corporativas ante OPAs hostiles: Teoría y práctica en España. *Revista Española de Derecho Financiero*, 12(4), 45-67.

Por tanto, el diseño preventivo del gobierno corporativo, la configuración estatutaria y contractual de la sociedad, y la existencia de núcleos estables de control resultan ser los factores más relevantes a la hora de determinar su capacidad real de defensa frente a una OPA hostil.

4.4 Análisis comparativo con otros sistemas jurídicos

El régimen jurídico español se caracteriza por una aplicación estricta de la regla de pasividad, que limita severamente la capacidad del consejo de administración para desplegar medidas defensivas durante una OPA, salvo autorización expresa de la junta general. Este modelo contrasta claramente con el sistema estadounidense, donde no existe un régimen legal específico de OPAs y las actuaciones del consejo se valoran conforme a la *business judgment rule*⁴¹. Bajo esta doctrina, los tribunales respetan las decisiones del órgano de administración siempre que actúe con diligencia, lealtad y sin conflicto de interés, y que las medidas adoptadas sean razonables y proporcionales frente a una amenaza percibida para el interés social. Este marco ha permitido el uso más amplio de estrategias como las *poison pills*, aunque su aplicación ha disminuido en los últimos años por presión del mercado y los accionistas institucionales.

Por su parte, el modelo británico —de donde precisamente surge el concepto moderno de OPA regulada— ofrece un enfoque más equilibrado. El *UK Takeover Code*, aplicado por el Panel on Takeovers and Mergers, impone al consejo de la sociedad objetivo una estricta neutralidad desde el momento en que se conoce la intención de lanzar una oferta. A diferencia de España, sin embargo, esta neutralidad no se articula mediante una norma legal imperativa, sino a través de un código autorregulado de cumplimiento obligatorio para las sociedades cotizadas. En el Reino Unido, los administradores no pueden adoptar ninguna medida que frustre la oferta sin la aprobación previa de los accionistas, pero el sistema admite una mayor rapidez y flexibilidad procedimental, lo que ha contribuido a un mercado de OPAs más dinámico y competitivo que el español⁴².

En suma, mientras que el modelo español se sitúa entre los más restrictivos de Europa en cuanto a facultades defensivas del consejo, Estados Unidos permite un margen de maniobra más amplio bajo supervisión judicial *ex post*, y el Reino Unido opta por una neutralidad rígida pero operativamente más ágil. Estas diferencias ayudan a explicar la escasa frecuencia de OPAs

⁴¹ Instituut voor Ondernemingsrecht. (2012). *The one-tier board in the changing and converging world of corporate governance: A comparative study of boards in the UK, the US and the Netherlands* (IVOR nr. 85, § 3.7.3.2).

⁴² Graves, N. (2023, octubre 12). *Guide to public takeovers in the UK*. Burges Salmon LLP.

hostiles exitosas en España y el papel más predominante que en nuestro mercado juegan los pactos de control, la estructura accionarial estable y las defensas ex ante.

CAPÍTULO 5. ANÁLISIS PRÁCTICO DE LA EFICACIA DE LAS OPAS AMISTOSAS Y HOSTILES EN ESPAÑA

5.1 Introducción

Este capítulo traslada al plano práctico el análisis normativo realizado en los capítulos anteriores. Concretamente, se estudia cómo han funcionado en la realidad española las OPAs amistosas y hostiles, y cómo se ha aplicado —o eludido— la regla de pasividad de los administradores. Como se explicó en el capítulo 2, una OPA se considera amistosa cuando cuenta con el apoyo del consejo de la sociedad objetivo, y hostil cuando es rechazada por éste, aunque pueda dirigirse directamente a los accionistas.

Se han seleccionado tres casos paradigmáticos que permiten comparar distintos escenarios de defensa: (1) el conflicto por el control de Endesa (2005–2007), ejemplo de OPA hostil seguida de contra-OPAs y una solución pactada; (2) la tentativa de control progresivo de Iberdrola por ACS (2006–2014), que generó importantes desarrollos jurisprudenciales y reformas legislativas; y (3) la actual OPA de BBVA sobre Banco Sabadell (2024–), que permite evaluar la vigencia de la normativa vigente y el papel de las autoridades.

5.2 Estudio de casos relevantes

5.2.1 Caso Endesa (2005–2007)

La OPA lanzada por Gas Natural sobre Endesa en septiembre de 2005 constituye uno de los episodios más paradigmáticos de oferta hostil en el mercado español y marcó un punto de inflexión en la aplicación práctica de la regla de pasividad. La operación, sin acuerdo previo con el consejo de la eléctrica, fue percibida desde el inicio como una agresión empresarial, lo que provocó una contundente reacción defensiva por parte de la dirección de Endesa, presidida entonces por Manuel Pizarro^{43 44}.

La oferta de Gas Natural, pactada con el Gobierno a través de La Caixa —accionista relevante en ambas compañías—, proponía un canje de acciones que valoraba Endesa en unos 22.500

⁴³ Garay, I. (2006). *El difícil camino de la OPA sobre Endesa*. Escritura Pública, (37), 52–53.

⁴⁴ Calzada Terrados, B. (2006). *Las tribulaciones de una OPA*. Economistas, (108), 254–258.

millones de euros. La prima era modesta, inferior al 20 %, y fue considerada por el consejo como claramente insuficiente. De inmediato, este manifestó públicamente su oposición, invocando la protección del interés social y de los accionistas minoritarios. Esta reacción se tradujo en un uso intensivo de los márgenes de actuación permitidos por la normativa, sin traspasar —al menos formalmente— los límites del artículo 28 del RDOPA, relativo a la regla de pasividad.

En una primera fase, el consejo desplegó una estrategia comunicativa muy activa. Se calificó la oferta como “hostil” y perjudicial para el proyecto empresarial, instando a los accionistas a no acudir. También se remitieron cartas a clientes, empleados y autoridades regulatorias defendiendo el modelo de gestión de Endesa y cuestionando la lógica de integración con Gas Natural. Aunque no implicaban medidas materiales, estas actuaciones evidenciaban una firme oposición.

En paralelo, se emprendieron acciones legales para cuestionar la legalidad de la OPA. Endesa impugnó ante la jurisdicción contencioso-administrativa las condiciones impuestas por la Comisión Nacional de Energía, solicitando su suspensión cautelar. El Tribunal Supremo, en un auto de 28 de abril de 2006⁴⁵, accedió a dicha petición, lo que supuso un hito relevante: por primera vez en España se frenaba judicialmente una OPA en curso. El Tribunal consideró que la operación podía provocar efectos irreversibles sobre la competencia y la estructura empresarial de Endesa⁴⁶.

Simultáneamente, el consejo aprobó un dividendo extraordinario de 0,6 euros por acción, considerado por Gas Natural como una maniobra para reducir el atractivo de la compañía. Sin embargo, la CNMV no apreció infracción de la pasividad, al tratarse de una retribución previsible y justificada con reservas existentes. Pese a ello, Gas Natural denunció formalmente la actuación ante el regulador.

El punto de inflexión llegó con la irrupción de un tercer actor: la alemana E.ON, que en febrero de 2006 lanzó una contra-OPA con una oferta superior —cerca de 27.000 millones de euros— y más ventajosa para los accionistas. La búsqueda de este “caballero blanco” por parte del

⁴⁵ Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso-Administrativo. (2006, 28 de abril). Auto por el que se suspende el Acuerdo del Consejo de Ministros acerca de la OPA de Gas Natural sobre Endesa (Recurso n.º 47/2006). *Boletín Oficial del Estado*

⁴⁶ García Vitoria, I. (2006). *Medidas cautelares, control de las concentraciones económicas y libertad de empresa (A propósito del Auto del Tribunal Supremo de 28 abril 2006, por el que se suspende el Acuerdo del Consejo de Ministros acerca de la OPA de Gas Natural sobre Endesa)*. *Revista Española de Derecho Constitucional*, (78), 305–331.

consejo se consideró conforme a la normativa, ya que fomentar ofertas alternativas no vulnera la pasividad, sino que puede beneficiar a los accionistas.

La operación de E.ON fue inicialmente respaldada por el consejo, aunque también enfrentó resistencias regulatorias. La CNE impuso 19 condiciones, muchas de las cuales fueron consideradas por la Comisión Europea como contrarias al derecho de competencia de la UE, iniciándose un procedimiento de infracción contra España⁴⁷.

Tras una compleja negociación, E.ON se retiró en abril de 2007 a cambio de activos valorados en más de 10.000 millones de euros. Ello facilitó la entrada de Enel y Acciona, que lanzaron una OPA conjunta, pactada con el consejo y calificada como amistosa. Esta fue finalmente respaldada por la mayoría del capital, alcanzando un precio cercano a los 41 euros por acción, casi el doble de lo ofrecido inicialmente por Gas Natural.

Cabe destacar que durante el proceso fue clave una cláusula estatutaria de Endesa que limitaba los derechos de voto al 10 %. Aunque lícita, fue percibida como una herramienta defensiva, cuya supresión se exigió para completar la OPA final. La junta de accionistas fue convocada para eliminar esta restricción, lo que evidenció cómo incluso los blindajes societarios deben ceder ante la voluntad mayoritaria.

En definitiva, el caso Endesa demuestra que, aun bajo la formalidad de la pasividad, el consejo puede influir de manera decisiva en el resultado de una OPA hostil mediante una combinación de oposición argumentada, litigación estratégica y búsqueda de alternativas amistosas. Como apunta Casado⁴⁸, la actuación del consejo “fijó un precedente de resistencia legítima” y permitió maximizar el valor para los accionistas sin vulnerar expresamente la regla de neutralidad.

5.2.2 Caso Iberdrola vs. ACS (2006–2014)

En este caso, la OPA nunca llegó a formalizarse, pero la estrategia de control progresivo seguida por ACS, a través de la adquisición continua de acciones, se convirtió en un caso paradigmático de toma de control no pactada. La clave estuvo en los blindajes estatutarios de Iberdrola, que

⁴⁷ Comisión Europea. (2007, 31 de enero). *Operaciones de concentración de empresas: procedimiento de infracción contra España por no retirar las condiciones ilegales impuestas a la oferta de E.ON para Endesa* [Comunicado de prensa]. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_07_123

⁴⁸ Casado, R. (2021, 26 de julio). *Endesa y la defensa anti-opa que pasó a los libros*. Expansión.

limitaban el derecho de voto de cada accionista al 10%, independientemente de su participación real.

A partir de 2007, ACS fue aumentando su participación hasta situarse en torno al 20 %. Su objetivo parecía ser influir en la gestión o incluso forzar una integración. Sin embargo, el consejo de Iberdrola, liderado por Ignacio S. Galán, respondió con una estrategia de bloqueo institucional. Se negó a incluir representantes de ACS en el consejo y, tras su acceso, los cesó invocando conflicto de interés, ya que ACS era accionista relevante de Unión Fenosa, competidor de Iberdrola^{49 50}.

Las tensiones entre ambos grupos derivaron en reformas legislativas. En 2010 se aprobó una ley que obligaba a las cotizadas a suprimir los blindajes de voto antes de julio de 2011, lo que fue percibido como una medida pro-ACS. Sin embargo, en 2012, el legislador dio marcha atrás, permitiendo su reintroducción bajo la condición de que quedaran sin efecto si un oferente superaba el 70 % del capital.

La batalla judicial entre ambas partes generó una jurisprudencia relevante. En las SSTS 608/2014⁵¹ y 609/2014⁵², el Tribunal Supremo validó el cese del consejero nombrado por ACS sin necesidad de justa causa y anuló las modificaciones estatutarias introducidas por Iberdrola para restringir derechos básicos como la información o la sindicación del voto. Se consideró que tales restricciones eran contrarias a la ley y al principio de igualdad entre accionistas.

Finalmente, la situación financiera de ACS empeoró tras la crisis financiera y, al no poder imponer su estrategia, acabó deshaciendo progresivamente su participación en Iberdrola. El caso evidenció cómo la existencia de blindajes y un consejo cohesionado puede frenar incluso intentos sostenidos de control no pactado, y cómo el uso abusivo de cláusulas estatutarias puede ser corregido judicialmente.

⁴⁹ Paz-Ares, C. (2017). *Extensión al consejero dominical de los conflictos de interés del dominus* (III.4.4.VI). En F. Rodríguez Artigas & G. Esteban Velasco (Eds.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital* (Vol. II). Civitas.

⁵⁰ Górriz López, C. (2015, enero 15). *SSTS 609/2014 y 608/2014: ACS vs. Iberdrola*. Blog *Actualidad Derecho Mercantil*.

⁵¹ Tribunal Supremo, Sala de lo Civil. (2014, 12 de noviembre). Sentencia n.º 608/2014 (ECLI:ES:TS:2014:4648).

⁵² Tribunal Supremo, Sala de lo Civil. (2014, 12 de noviembre). Sentencia n.º 609/2014 (ECLI:ES:TS:2014:4649).

5.2.3 OPA de BBVA sobre Banco Sabadell (2024–en curso)

En mayo de 2024, BBVA anunció una oferta pública de adquisición (OPA) sobre el 100% de las acciones de Banco Sabadell, tras el rechazo de una propuesta de fusión amistosa. La oferta, de carácter hostil, se estructura mediante canje de acciones más una parte en efectivo⁵³. La oferta ha sido ya autorizada por la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, y se encuentra actualmente en fase de análisis por parte de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) y la CNMV.

El consejo de administración de Banco Sabadell ha manifestado su oposición a la OPA, argumentando que infravalora la entidad y no refleja su verdadero valor. Su consejero delegado, César González-Bueno, ha manifestado que la opa del BBVA no tiene sentido a ningún precio⁵⁴.

La defensa frente a esta OPA se está articulando a través de diversas estrategias que, sin vulnerar formalmente la regla de pasividad, buscan condicionar el entorno institucional, regulatorio y mediático en el que la oferta será evaluada por los accionistas. En primer lugar, Sabadell ha desplegado una intensa campaña de comunicación pública, en la que ha difundido los argumentos del consejo contrarios a la operación y ha insistido en la solidez financiera de la entidad y en la confianza en su plan estratégico independiente. Esta campaña se ha canalizado a través de comunicados oficiales, intervenciones públicas de la alta dirección y la habilitación de una página web institucional⁵⁵ donde se recoge la posición de la entidad frente a la oferta. A ello se suma un esfuerzo de interlocución con asociaciones de pymes, representantes sindicales y actores locales, en un intento de trasladar la imagen de que la operación perjudicaría la diversidad bancaria y la inclusión financiera en determinados territorios⁵⁶.

En segundo lugar, Banco Sabadell ha recurrido al ámbito regulatorio para oponerse a la operación. Ha presentado alegaciones ante la CNMC, solicitando que, en caso de autorizarse la OPA, se impongan a BBVA determinadas condiciones estructurales, como la desinversión en áreas geográficas con alta concentración o la cesión de negocios donde se pueda generar un riesgo para la competencia efectiva. La CNMC, por su parte, ha mostrado ya preocupación por

⁵³ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. (2024, 9 de mayo). *Anuncio previo de la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Banco de Sabadell, S.A., formulada por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.* CNMV

⁵⁴ Banco Sabadell. (2024, 6 de mayo). *Comunicado de hechos relevantes: Acuerdos del Consejo de Administración sobre la OPA de BBVA.* <https://comunicacion.grupbancsabadell.com/wp-content/uploads/20240506-CIP-Acuerdos-CdeA-ESP2.pdf>

⁵⁵ Banco Sabadell. (s.f.). *OPA de BBVA sobre Banco Sabadell.* <https://comunicacion.grupbancsabadell.com/opa/>

⁵⁶ Olmedo Ruiz, M. (2024). La fusión entre BBVA y Banco Sabadell. *Técnica Contable y Financiera*, (75).

los potenciales efectos negativos de la operación sobre el acceso al crédito para las pymes y sobre la presencia bancaria en zonas rurales, lo que otorga cierto respaldo institucional a la postura del consejo de Sabadell.

Una tercera línea de defensa se ha articulado a través de decisiones financieras que incrementan el atractivo de la continuidad autónoma de la entidad. En este sentido, Sabadell ha anunciado una significativa mejora en su política de retribución al accionista, con una previsión de retorno de más de 3.300 millones de euros entre 2024 y 2025 mediante dividendos y programas de recompra de acciones. Estas medidas, aunque formalmente compatibles con el principio de pasividad, pueden interpretarse como un modo indirecto de contrarrestar el atractivo económico de la OPA, incentivando a los accionistas a mantener su inversión en la entidad. Por último, el consejo ha adoptado decisiones que refuerzan la posición institucional de la alta dirección, como el incremento del número de directivos con cláusulas de blindaje contractual frente a ceses derivados de un cambio de control⁵⁷.

En su conjunto, estas actuaciones evidencian cómo, incluso en el marco de una regulación que impone formalmente la pasividad del consejo durante una OPA, existen márgenes amplios para el despliegue de estrategias de resistencia indirecta. El caso permitirá valorar en la práctica hasta qué punto la neutralidad exigida por la normativa vigente es suficiente para garantizar una competencia equitativa por el control corporativo, o si los consejos de administración pueden influir decisivamente en el resultado de la oferta mediante la construcción de un entorno institucional y financiero desfavorable para el oferente.

5.3 Factores determinantes del éxito o fracaso de una OPA

Del análisis de los casos examinados se desprenden varios factores clave:

- Estructura accionarial. La dispersión accionarial facilita el éxito de una OPA hostil, al no existir núcleos estables de control. En cambio, cuando existen accionistas significativos leales a la dirección, la resistencia suele prosperar.
- Blindajes estatutarios y pactos. Las cláusulas que limitan el voto o la transmisión de acciones dificultan el éxito de una OPA hostil. Aunque pueden ser neutralizadas si el

⁵⁷ Expansión. (2025, 12 de febrero). *Sabadell eleva el número de directivos con blindaje*. <https://www.expansion.com/empresas/banca/2025/02/12/67ab8a6f468aebd8478b457d.html>

oferente alcanza el 70 % del capital, siguen siendo eficaces en la práctica para bloquear tomas de control.

- Actitud del consejo. La posición del órgano de administración influye notablemente. Aun bajo la regla de pasividad, el consejo puede emitir informes negativos, buscar alternativas o recurrir a acciones legales para desacreditar al oferente.
- Intervención de autoridades. La CNMV, la CNMC y el Gobierno pueden condicionar el proceso. En Endesa, la intervención estatal bloqueó la OPA de E.ON; en Sabadell, la CNMC evalúa posibles efectos sobre la competencia.
- Contexto económico. El ciclo de mercado, las condiciones financieras del oferente y el atractivo de la prima ofrecida afectan la decisión de los accionistas. En momentos de crisis, las OPAs tienen más probabilidades de prosperar si ofrecen liquidez inmediata.

En general, las OPAs amistosas presentan menores obstáculos, al contar con el apoyo del consejo y frecuentemente de los principales accionistas. Las hostiles, en cambio, enfrentan resistencias múltiples y rara vez prosperan sin transformarse en pactadas.

CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES DEL TRABAJO

El análisis desarrollado a lo largo de este trabajo ha permitido poner de relieve el papel central que desempeñan las OPAs en el mercado de control societario. Como mecanismo formalizado de adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas, las OPAs no solo cumplen una función de asignación eficiente de recursos, sino que también constituyen una herramienta de disciplina del gobierno corporativo, en la medida en que permiten sustituir equipos directivos ineficientes y reorientar estrategias empresariales.

Frente a esta función dinamizadora del mercado, las sociedades objetivo han desarrollado a lo largo del tiempo distintos mecanismos de defensa, cuya legitimidad y eficacia ha sido objeto de intenso debate doctrinal y normativo. En el contexto europeo, y particularmente en el ordenamiento español, el principio de neutralidad del órgano de administración —expresado en la regla de pasividad— se erige como un elemento fundamental del sistema, al impedir que los gestores interfieran en el éxito o fracaso de una OPA sin la autorización previa de la junta general.

A lo largo del trabajo se ha expuesto cómo esta regla pretende evitar conflictos de interés, proteger la soberanía del accionariado y garantizar un proceso de adquisición transparente. Tal como sostienen Gómez Pomar y Sáez Lacave, la existencia de la regla de pasividad contribuye

al buen funcionamiento del mercado de control, reduciendo barreras artificiales y fomentando la competencia entre oferentes:

“El deber de pasividad contribuye a aumentar el bienestar social. Las medidas anti-opa constituyen una barrera técnica al desarrollo del mercado de control. Su prohibición facilita que las ofertas tengan éxito, lo que anima a realizar nuevas ofertas y, con ello, a activar el mercado del control societario”⁵⁸.

Sin embargo, el estudio también ha evidenciado que la efectividad real de esta regla no puede valorarse de forma aislada. En el contexto español, marcado por una estructura de propiedad concentrada y por la existencia de pactos parasociales y blindajes estatutarios, el margen de actuación del consejo frente a una OPA es limitado no solo por imperativo normativo, sino también por condicionantes estructurales internos a la propia sociedad. Por ello, el número de OPAs hostiles que han prosperado en España ha sido históricamente muy reducido, y las que han tenido éxito lo han sido en contextos muy particulares, como se ha mostrado con los casos de Endesa o Iberdrola.

Desde una perspectiva crítica, puede afirmarse que el modelo español ha optado por una protección reforzada del accionariado, incluso a costa de restringir significativamente la capacidad defensiva del órgano de administración. Esta opción presenta ventajas claras en términos de transparencia y control, pero puede generar una cierta rigidez frente a supuestos en los que el consejo, con acceso a información estratégica relevante, podría tener razones legítimas para oponerse a una oferta.

A mi juicio, **la regla de pasividad representa una medida acertada**. En última instancia, impide que los administradores actúen motivados por intereses personales, adoptando decisiones que podrían comprometer el valor o la viabilidad de la oferta sin una base objetiva ni el respaldo de la junta general. Esta exigencia de neutralidad preserva la integridad del proceso de adquisición y refuerza el principio de que las decisiones sobre el cambio de control deben corresponder, en última instancia, a los accionistas. En este sentido, la regla no solo protege al mercado, sino que también salvaguarda el interés social frente a posibles abusos del poder corporativo.

⁵⁸ Gómez Pomar, F., & Sáez Lacave, M. I. (2007). La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, (1).

Dicho esto, una posible línea de mejora normativa podría consistir en establecer supuestos tasados de flexibilización de la regla de pasividad, bajo condiciones estrictas de transparencia, motivación y control por parte de la CNMV. Modelos como el británico, que permiten una defensa limitada bajo determinados parámetros —por ejemplo, si el consejo puede demostrar que la oferta compromete gravemente la continuidad operativa de la sociedad—, podrían servir como referencia para valorar ajustes puntuales al régimen español.

Asimismo, sería conveniente fomentar una mayor claridad regulatoria en torno a la cláusula de neutralización prevista en el artículo 60 ter LMV, así como promover su adopción voluntaria mediante incentivos específicos. A día de hoy, la escasa implantación práctica de esta cláusula evidencia que su eficacia real es meramente teórica, lo cual reduce el alcance de armonización pretendido por la DOPA.

Otro aspecto que merece atención es la evolución del entorno económico y financiero en el que se insertan las OPAs. La irrupción de inversores activistas, el creciente peso de fondos institucionales y las preocupaciones medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) están modificando sustancialmente los equilibrios tradicionales del mercado de control. En este nuevo escenario, la regulación debe ser lo suficientemente sólida para evitar abusos, pero también lo bastante flexible para adaptarse a nuevas dinámicas y actores.

En conclusión, el modelo jurídico español en materia de OPAs ofrece un marco coherente y garantista, centrado en la protección del accionariado y en la neutralidad del órgano de administración. Su eficacia práctica, sin embargo, depende en gran medida del contexto estructural de cada sociedad, lo que aconseja una revisión prudente pero decidida de ciertos aspectos de su regulación. La clave reside en lograr un equilibrio justo entre control, flexibilidad y responsabilidad, que permita articular un mercado de control competitivo, transparente y alineado con los principios fundamentales del Derecho societario.

CAPÍTULO 7. BIBLIOGRAFÍA

Obras doctrinales

1. Calzada Terrados, B. (2006). *Las tribulaciones de una OPA*. *Economistas*, (108), 254–258.
2. Córdoba Bueno, M. (2003). *OPA. El control político de las sociedades cotizadas*. Paraninfo.
3. Cuatrecasas. (2017). *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España*. Cuatrecasas. <https://www.cuatrecasas.com/resources/una-decada-de-aplicacion-del-actual-regimen-de-opas-en-espana-6183a1b215f01240387704.pdf?v1.82.3.20241213>
4. Fernández Torres, I. (2008). Luces y Sombras en la Reforma de OPAs: el Papel de la Junta General en relación con las Medidas Defensivas. *Revista de derecho bancario y Bursátil*, 27 (110), pp. 7-47.
5. Garay, I. (2006). *El difícil camino de la OPA sobre Endesa*. *Escritura Pública*, (37), 52–53.
6. García de Enterría, J. (2002). *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*. Civitas.
7. García de Enterría, J. (2009). Comentario al artículo 28. En J. García de Enterría (Ed.), *Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las OPAs* (pp. 193–217). Thomson Civitas.
8. García Vitoria, I. (2006). *Medidas cautelares, control de las concentraciones económicas y libertad de empresa (A propósito del Auto del Tribunal Supremo de 28 abril 2006, por el que se suspende el Acuerdo del Consejo de Ministros acerca de la OPA de Gas Natural sobre ENDESA)*. *Revista Española de Derecho Constitucional*, 26(78), 305–331.
9. Gómez Pomar, F. (2025). Un cuento de dos legisladores. *InDret. Revista para el Análisis del Derecho, Privado*, (1), 3.12. <https://www.indret.com>
10. Gómez Pomar, F., & Sáez Lacave, M. I. (2007). La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, (1). https://www.indret.com/pdf/431_es.pdf
11. González, A. (2020). *Defensas corporativas ante OPAs hostiles: Teoría y práctica en España*. *Revista Española de Derecho Financiero*, 12(4), 45-67.

12. Górriz López, C. (2015, enero 15). *SSTS 609/2014 y 608/2014: ACS vs. Iberdrola*. Blog *Actualidad Derecho Mercantil*. <https://webs.uab.cat/dretmercantil/2015/02/20/ssts-6092014-de-11-11-2014-y-6082014-de-12-11-2014-acs-v-iberdrola/>
13. Graves, N. (2023, octubre 12). *Guide to public takeovers in the UK*. Burges Salmon LLP.
14. Instituut voor Ondernemingsrecht. (2012). *The one-tier board in the changing and converging world of corporate governance: A comparative study of boards in the UK, the US and the Netherlands* (IVOR nr. 85, § 3.7.3.2).
15. Madrid Parra, A. (2017). Cláusulas limitativas del derecho de voto en las sociedades cotizadas. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (21).
16. Olmedo Ruiz, M. (2024). La fusión entre BBVA y Banco Sabadell. *Técnica Contable y Financiera*, (75)
17. Paredes Galego, C. (2003). Sobre la admisibilidad en derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“break-up fees”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición. *Revista de Derecho Mercantil*, (249), 1101–1139.
18. Paz-Ares, C. (2017). *Extensión al consejero dominical de los conflictos de interés del dominus* (III.4.4.VI). En F. Rodríguez Artigas & G. Esteban Velasco (Eds.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital* (Vol. II). Civitas.
19. Recalde Castells, A. (2010). Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y principios de la ordenación. En J. Juste Mencía & A. Recalde Castells (Coords.), *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español* (pp. 27). Tirant lo Blanch.
20. 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>
21. Sunder, L. (2014). The controversial ‘poison pill’ takeover defense: How valid are the arguments in support of it? *NMIMS Management Review*, 23.
22. Uría Menéndez. (2023). *Guía sobre la reforma del régimen jurídico de las OPAs*. Madrid: Uría Menéndez Abogados. Recuperado de <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2700/documento/GuiaUM.pdf?id=2927>
23. Vives Ruiz, F. (2006). Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, (21), 33-58.

24. Vranesevic Law Office. (s.f.). *The poison pill strategy and hostile takeovers: From the 80s, over Netflix to Twitter*. Vranesevic Law Office. <https://vraneseviclaw.com/en/the-poison-pill-strategy-and-hostile-takeovers-from-the-80s-over-netflix-to-twitter/>

Jurisprudencia

1. Tribunal Supremo, Sala de lo Civil. (2014, 12 de noviembre). Sentencia n.º 608/2014 (ECLI:ES:TS:2014:4648). Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
2. Tribunal Supremo, Sala de lo Civil. (2014, 12 de noviembre). Sentencia n.º 609/2014 (ECLI:ES:TS:2014:4649). Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
3. Tribunal Supremo, Sala de lo Contencioso-Administrativo. (2006, 28 de abril). Auto por el que se suspende el Acuerdo del Consejo de Ministros acerca de la OPA de Gas Natural sobre Endesa (Recurso n.º 47/2006). *Boletín Oficial del Estado*, (referencia no publicada), disponible en <https://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2006/11/ats-suspension-opa-endesa-28-iv-2006.pdf>. Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.

Legislación

1. Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 65, de 18 de marzo de 2023. <https://www.boe.es/eli/es/l/2023/03/17/6>
2. Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 179, de 27 de julio de 2007. <https://www.boe.es/eli/es/rd/2007/07/27/1066>
3. Unión Europea. (2004). *Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre ofertas públicas de adquisición*. Diario Oficial de la Unión Europea, L 142, 30.4.2004.
4. Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2025). *Resolución de 5 de marzo de 2025, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV*. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 4823, 22 de marzo de 2025. Recuperado de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2025-4823>
5. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (2010). *Boletín Oficial del Estado*, núm. 161, de 3 de julio de 2010. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

6. Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 310, de 27 de diciembre de 1989. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1989-30361>

Recursos de internet

1. Casado, R. (2021, 26 de julio). *Endesa y la defensa anti-opa que pasó a los libros*. Expansión. Recuperado de <https://www.expansion.com/directivos/2021/07/26/60fda82f468aeb145e8b4659.html>. Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
2. Comisión Europea. (2007, 31 de enero). *Operaciones de concentración de empresas: procedimiento de infracción contra España por no retirar las condiciones ilegales impuestas a la oferta de E.ON para Endesa* [Comunicado de prensa]. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_07_123. Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
3. Comisión Nacional del Mercado de Valores. (s.f.). *Tipos de OPAs*. CNMV. <https://www.cnmv.es/Portal/inversor/opas-tipos?lang=es>. Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
4. Banco Sabadell. (s.f.). *OPA de BBVA sobre Banco Sabadell*. <https://comunicacion.grupbancsabadell.com/opa/>. Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
5. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. (2024, 9 de mayo). *Anuncio previo de la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Banco de Sabadell, S.A., formulada por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.* CNMV. Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
6. Banco Sabadell. (2024, 6 de mayo). *Comunicado de hechos relevantes: Acuerdos del Consejo de Administración sobre la OPA de BBVA*. <https://comunicacion.grupbancsabadell.com/wp-content/uploads/20240506-CIP-Acuerdos-CdeA-ESP2.pdf>. Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
7. Expansión. (2025, 12 de febrero). *Sabadell eleva el número de directivos con blindaje*. <https://www.expansion.com/empresas/banca/2025/02/12/67ab8a6f468aebd8478b457d.html>. Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.
7. Ontier. (2024). *Poison pills en M&A: ¿equilibrio entre protección y garantía de los accionistas?*. <https://www.ontier.law/insight/poison-pills-en-m-a-equilibrio-entre->

[proteccion-y-garantia-de-los-accionistas](#). Fecha de la última consulta: 30 de marzo de 2025.