



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**ESTUDIO DE LA EFECTIVIDAD DE LAS OFERTAS
PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN LA PROTECCIÓN
AL ACCIONISTA MINORITARIO**

Autor: Juan María Díaz-Fraile del Monte 5º, E3

Tutor: Pablo Sanz Bayón

Madrid, junio de 2020

RESUMEN

La entrada en vigor de la Directiva 2004/25/CE supuso la armonización de las diversas legislaciones europeas sobre las ofertas públicas de adquisición. Con ella, el accionista minoritario de las sociedades cotizadas se sitúa en el centro de la regulación, manteniendo la tendencia hacia el principio “favor debilis” seguida en el ámbito europeo con la protección a los consumidores como máximo exponente.

Las operaciones que regula la Directiva, a pesar de ser infrecuentes, tienen una transcendencia significativa sobre los mercados de capitales y, en última instancia, sobre la economía real. La eficiencia en dichos ámbitos exige un marco regulatorio que sea acorde con la consecución de los fines perseguidos por las ofertas públicas de adquisición y por el principio “favor debilis”.

Precisamente para juzgar la consecución de dichos fines, el presente trabajo pretende analizar los resultados que la Directiva 2004/25/CE y la legislación resultante de la misma tienen sobre el mercado bursátil español y revisar aquellos aspectos más dañinos para los accionistas minoritarios.

PALABRAS CLAVE: Oferta pública de adquisición, OPA, accionista minoritario, reforma, sociedad cotizada, injerencia política

ABSTRACT

The entry into force of the Directive 2004/25/CE brought about the harmonisation of the various European laws on tender offers. With it, the minority shareholder of listed companies is placed at the centre of regulation, maintaining the trend towards the "favor debilis" principle followed at European level with consumer protection as the maximum exponent.

The transactions regulated by the Directive, although rare, have a significant impact on capital markets and ultimately on the real economy. Efficiency in these areas requires regulation that is consistent with the achievement of the purposes of takeover bids and the principle of "favor debilis".

Precisely in order to judge the achievement of these goals, this paper aims to analyse the results that the Directive 2004/25/CE and the legislation resulting from it have on the Spanish stock market and to review those aspects that are most harmful to minority shareholders.

KEY WORDS: tender offer, takeover bid, minority shareholder, reform, listed company, political interference

ÍNDICE DE CONTENIDOS

I.	INTRODUCCIÓN.....	1
II.	CONCEPTO, IMPORTANCIA Y FINALIDADES DE LA OPA	3
	2.1 CONCEPTO	3
	2.2 IMPORTANCIA DE LA FIGURA	3
	2.3 FINALIDAD ECONÓMICA	5
	2.4 FINALIDAD JURÍDICA	8
III.	REGULACIÓN Y PROTECCIÓN AL SOCIO MINORITARIO.....	10
	3.1 CONTENIDO DE LA NORMA.....	10
	3.2 PERSPECTIVA HISTÓRICA Y COMPARADA	13
	3.2.1 Perspectiva histórica.....	13
	3.2.2 Derecho comparado.....	14
	3.3 SISTEMA DE PROTECCIÓN AL SOCIO MINORITARIO.....	16
	3.3.1 Protección frente al oferente.....	16
	3.3.2 Protección frente al consejo de administración.....	18
	3.4 MEDIDAS INEFICACES EN LA PROTECCIÓN AL ACCIONISTA MINORITARIO.....	23
IV.	RIESGO DE POLITIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.....	31
V.	PROPUESTA DE REFORMA DE LA NORMATIVA	41
VI.	CONCLUSIÓN	45
VII.	BIBLIOGRAFÍA.....	47

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1: <i>Prima pagada sobre el valor de cotización</i>	7
FIGURA 2: <i>Evolución media de los precios de las acciones opadas</i>	7
FIGURA 3: <i>OPAs sobre sociedades españolas en el periodo 2007-2019</i>	23
FIGURA 4: <i>OPAs sobre sociedades españolas en el periodo 1996-2019</i>	26
FIGURA 5: <i>Inversiones extranjeras en España en 2018</i>	33
FIGURA 6: <i>Participación de inversores extranjeros en la bolsa española (% sobre el capital social)</i>	34

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

CNE	Comisión Nacional de la Energía
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
OPA	Oferta Pública de Adquisición
R.D.	Real Decreto
SEC	Securities and Exchange Commission
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
TJCE	Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas
TRLMV	Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores

I. INTRODUCCIÓN

La aparición de los mercados de capitales abiertos a la generalidad de los inversores permitió la acumulación de grandes sumas de capitales en torno a proyectos comunes. Estos proyectos comunes son canalizados bajos vehículos denominados sociedades que, por su carácter abierto, reciben el apellido de “públicas”. Estas empresas públicas no son entes estáticos, sino que por el contrario están en constante cambio para adaptarse al mercado y la sociedad en la que operan.

A menudo estos cambios se materializan en el crecimiento de las empresas exitosas a costa de las sociedades que no consiguen aportar valor suficiente para los consumidores. Este mecanismo propio del sistema capitalista suele ser gradual, no obstante, en ocasiones se acelera y la sociedad débil es rápidamente absorbida a través de una adquisición. Sin embargo, la ventaja que suponía agrupar múltiples inversores a la hora de acumular grandes cantidades de capital pasa a ser una desventaja en los procesos de venta. Dado que cada accionista tendrá preferencias y una idea de valor distintas la voluntad de vender no será homogénea.

Precisamente para resolver dicho problema surge la figura de la “Oferta Pública de Adquisición” (OPA), a través de la cual se canalizan los intentos de compra por parte de sujetos ajenos a la sociedad. Esta figura, que está presente en gran parte del mundo, no es, sin embargo, homogénea en todas las jurisdicciones. No obstante, a nivel europeo esta heterogeneidad ha sido acotada a través de la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (en adelante la “Directiva 2004/25/CE”). Es precisamente, la regulación resultante de dicha Directiva, así como su transposición y desarrollo reglamentario en España la que se pretende analizar en el presente trabajo.

El objetivo del trabajo será, por lo tanto, el estudio de la regulación existente en torno a las OPAs bajo la mirada del accionista minoritario, sujeto que ha sido situado en el centro de la legislación por la Directiva 2004/25/CE.

Para la consecución de dicho objetivo, el trabajo se ha estructurado en cuatro secciones principales. La primera gira en torno a comprender la figura de la OPA. Para ello he explicado lo que comúnmente se conoce bajo la denominación de OPA, así como su importancia en la sociedad que a su vez deriva de las funciones de la figura, funciones tanto económicas como jurídicas.

La sección segunda se centra en el caso español, esto es, partiendo de los principios básicos de la normativa española se analiza en detalle los apartados más relevantes de la misma para, posteriormente, determinar el nivel de protección que otorga la regulación a los socios minoritarios, distinguiendo los puntos positivos de aquellos que sean perjudiciales. A continuación, se analiza el efecto que tiene la vertiente política de estas transacciones sobre el desarrollo de las OPAs y su potencial efecto dañino sobre el accionista minoritario. Finalmente, tras detectar ciertos puntos negativos del actual marco regulatorio he estimado oportuno incluir una propuesta de modificación que considero que ayudaría a cumplir de manera más efectiva las funciones económico-jurídicas de las OPAs.

En el plano metodológico, el presente trabajo se ha elaborado con un carácter holístico, esto es, se ha buscado alcanzar conclusiones coherentes desde diferentes metodologías utilizadas. En efecto, el objetivo propuesto en este trabajo, la identificación de los aspectos positivos y negativos en la protección al accionista minoritario se ha alcanzado partiendo de un análisis deductivo en el que, desde principios generales como el de la eficiencia de los mercados, se han podido alcanzar conclusiones particulares que afectan a aspectos concretos de la regulación actual. Con el fin de reforzar dichas conclusiones se ha acompañado al razonamiento abstracto con un análisis inductivo gracias al cual he podido extraer información valiosa sobre el funcionamiento real de las dinámicas de las OPAs en la jurisdicción española, siendo especialmente relevante en este análisis el estudio comparativo entre periodos y mercados diferentes, así como la utilización de casos en los que se ilustran dinámicas concretas ocurridas en operaciones pasadas.

Para ello, ha sido necesaria una revisión profunda de la legislación existente, tanto a nivel europeo como su desarrollo en el marco jurídico español. Adicionalmente, la literatura disponible en relación con la figura de la OPA ha sido un recurso clave para el razonamiento deductivo realizado, siendo, por el contrario, la utilización de informes sobre el funcionamiento reciente del mercado público español y las noticias de actualidad especialmente relevantes en el razonamiento inductivo.

II. CONCEPTO, IMPORTANCIA Y FINALIDADES DE LA OPA

2.1 CONCEPTO

Podemos definir ampliamente el concepto de oferta pública de adquisición (OPA) como una operación por la que una o varias personas físicas o jurídicas ofrecen públicamente a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de una contraprestación¹.

Para calificar una operación de OPA, debe cumplir con determinados requisitos. En primer lugar, es una operación propia del mercado de valores y, por lo tanto, de las sociedades cotizadas. En segundo lugar, las OPAs se caracterizan por poseer un régimen procedimental propio. Es precisamente dicho cauce especial el que distingue a estas operaciones de simples compras en el mercado.

Los tribunales americanos han definido esta figura en su jurisprudencia a través de sus características más relevantes²:

1. La invitación abierta y generalizada a todos los accionistas
2. La oferta dirigida a un porcentaje sustancial del capital social en circulación (*free-float*)
3. Una propuesta de compra de valores con una prima sobre el precio de mercado vigente
4. Términos de la oferta no negociables
5. Un tiempo limitado para aceptar la oferta
6. Oferta ampliamente publicitada

2.2 IMPORTANCIA DE LA FIGURA

La oferta pública de adquisición es una figura extendida por todo el mundo. Bajo diferentes denominaciones (*tender offer* en los países anglosajones u *offre publique d'achat* en Francia) todas ellas hacen referencia al concepto definido anteriormente.

¹ CNMV, "Las opas: qué son y cómo actuar"

² Cohen, L., "Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, the Supply of Stock, and Signaling", *The Journal of Legal Studies*, 19(1), 1990, pp. 113-143

La importancia de esta figura se desprende de las operaciones que regula. Las OPAs son un instrumento de adquisición del control de las sociedades cotizadas (en algunos países y regiones como Europa el único). Estas operaciones son de especial relevancia dada su magnitud e impacto en la sociedad.

Las empresas cotizadas surgen para captar el ahorro de miles de personas, empresas y vehículos de inversión diferentes bajo un mismo proyecto. Esto tiene como consecuencia el acceso a la propiedad de grandes empresas a miles de pequeños inversores. La posibilidad de contar con múltiples participantes en el capital social supone que las sociedades bursátiles cuenten a menudo con una capitalización de cientos e incluso miles de millones de euros. Adicionalmente, las ofertas públicas de adquisición están dirigidas a la compra de grandes paquetes de acciones, lo que hace de estas operaciones un suceso inusual y de gran impacto que a menudo extiende sus repercusiones en la economía real.

Mundialmente, se han producido más de 12.000 procesos de adquisición de compañías cotizadas entre 1990 y junio de 2019³. Entre las adquisiciones más sonadas encontramos ejemplos como la adquisición del conglomerado RJR Nabisco comprada, tras un largo proceso de OPAs competidoras, por un valor de 31.000 millones de dólares⁴ o la adquisición de Mobile por Exxon por un valor de 77.000 millones de dólares⁵ que supuso el nacimiento de la mayor compañía petrolera del mundo.

Compañías españolas también han sido protagonistas de grandes operaciones. La compra de Endesa en 2007 ha sido uno de los procesos más turbulentos del mercado español. Tras la primera oferta realizada por Gas Natural a 21€ la acción, se produjeron varias OPAs competidoras por parte de E.On (a tres precios diferentes) y finalmente la OPA conjunta realizada por la italiana Enel y Acciona a 41,3€ la acción, con un valor total de la operación de 42.500 millones de euros⁶. Otro ejemplo reciente es la compra por parte de

³ Boston Consulting Group, “Downturns are a better time for deal hunting”, 2019.

Comprende transacciones completadas, y pendientes, anunciadas entre 1990 y el 30 de junio de 2019, con operaciones de al menos 25 millones de dólares y una transferencia de acciones de al menos el 75%. Se excluyen las recapitalizaciones, recompras, adquisiciones de intereses restantes, compras de participaciones minoritarias, privatizaciones y escisiones.

⁴ Walton, J., “10 Most Famous Leveraged Buyouts”, *Investopedia*, 15 de enero de 2020 (disponible en <https://www.investopedia.com/articles/markets/111015/10-most-famous-leveraged-buyouts.asp>; última consulta 17/04/2020)

⁵ CNN Money, “Exxon, Mobil in \$80B deal”, 1 de diciembre de 1998 (disponible en <https://money.cnn.com/1998/12/01/deals/exxon/>; última consulta 17/04/2020)

⁶ Lawsky, D. y Schomberg, W., “EU clears Enel-Acciona bid for Endesa”, *Reuters*, 16 de junio de 2008 (disponible en <https://uk.reuters.com/article/us-eu-endesa-takeover/eu-clears-enel-acciona-bid-for-endesa-idUKL164379920080616/>; último acceso 11/04/2020)

ACS y Atlantia de la compañía de gestión de autopistas Abertis por un valor de 18.000 millones de euros⁷.

2.3 FINALIDAD ECONÓMICA

Este tipo de operaciones son esenciales para el buen funcionamiento de los mercados de capital. Las OPAs son, en esencia, el instrumento que canaliza los cambios de propiedad a gran escala de las sociedades cotizadas.

Según la teoría económica⁸, los cambios de propiedad son consecuencia de una discrepancia en la percepción del valor entre compradores y vendedores, de forma que en las transacciones la propiedad pasa a aquellos que más la valoran.

Por otro lado, las OPAs son una herramienta para adquirir el control de una compañía cotizada. Esto genera un mercado de control societario⁹ que funciona como mecanismo de supervisión externa de la gestión de la sociedad. Actualmente, la mayoría de los accionistas de sociedades cotizadas no ejercitan sus derechos políticos, sino que se convierten en inversores carentes de toda “affectio societatis” que únicamente estarán interesados en los derechos económicos que les confiere su participación accionarial¹⁰. Por lo tanto, los mecanismos de supervisión interna que ofrece la Ley de Sociedades de Capital¹¹ devienen ineficaces, haciendo que el poder de los administradores se ejercite con un alto nivel de independencia respecto de los accionistas¹². Las OPAs, al crear competencia por la gestión estimulan la competencia y promueven las buenas prácticas de gestión, mejorando así la calidad de la administración y el desempeño empresarial.

⁷ Landini, F. y Bernabei, S., “Italy's Atlantia joins ACS to end \$22 billion battle for Spain's Abertis”, *Reuters*, 13 de marzo de 2018 (disponible en <https://uk.reuters.com/article/us-abertis-m-a-atlantia-acses/italys-atlantia-joins-acs-to-end-22-billion-battle-for-spains-abertis-idUKKCN1GP2R4>; último acceso 11/04/2020)

⁸ Coase, R., “El problema del costo social”, *The Journal of Law and Economics*, 1960, pp. 1-44

⁹ Manne, H.G., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, vol. 73, nº 2, 1965, pp. 110-120.

¹⁰ Alonso Ledesma, C., “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital”, 1999, pp. 615-706

¹¹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

¹² Tapia Sánchez, M. R., “El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, nº 99, 2015, pp. 59-106

De esta forma, cuando se observa en el mercado que los directivos de una sociedad no gestionan correctamente el negocio, inversores ajenos a la misma pueden ofrecer directamente a los accionistas, mediante una OPA, comprarle sus acciones a un precio superior al de mercado, con el objetivo de mejorar la gestión de la sociedad y poder maximizar su valor¹³. Por lo tanto, estas operaciones son, en esencia, un mecanismo de supervisión externo gratuito, cuya actividad elimina los efectos negativos de la separación entre propiedad y gestión cuando los controles internos de supervisión no funcionan adecuadamente¹⁴.

Estos planteamientos teóricos han sido asimismo confirmados por trabajos empíricos. De acuerdo con Austin y Fisherman, (1969)¹⁵, de las 104 compañías opadas analizadas en su estudio, el 83,8% tenían márgenes de beneficios iguales o inferiores que el resto de las compañías de su misma industria. Por otro lado, Lichtenberg y Siegel (1989)¹⁶ mostraron que, de media, las compañías que fueron objeto de una OPA tenían niveles de productividad menores que los de su sector. Ambas métricas señalan indicios de una gestión deficiente del capital que lleva a las empresas a comportarse peor que los competidores de sus mismos sectores, hecho que las sitúa en la diana para ser adquiridas.

Para valorar las consecuencias en el cambio de propiedad y control de las sociedades cotizadas podemos utilizar como métrica el incremento en el precio de las acciones de esas mismas sociedades cuando son adquiridas mediante una OPA. Adicionalmente, es interesante distinguir entre las consecuencias a corto y medio-largo plazo.

A corto plazo podemos considerar la prima pagada por la empresa adquirente como el incremento en el valor de la compañía adquirida. Dado que los inversores de una sociedad cotizada únicamente estarán dispuestos a vender sus acciones a cambio de un precio superior al que obtendrían en el mercado, el adquirente estará obligado a ofrecer una compensación económica adicional. De acuerdo con un informe de la consultora estratégica “Boston Consulting Group”¹⁷, los adquirentes pagan de media un precio 30,6% superior al de mercado para hacerse con la compañía. A la misma conclusión llega

¹³ Arruñada, B., “Crítica a la regulación de opas”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 203-4, 1992, pp. 29-67

¹⁴ Arruñada, B., “Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas”, 1991

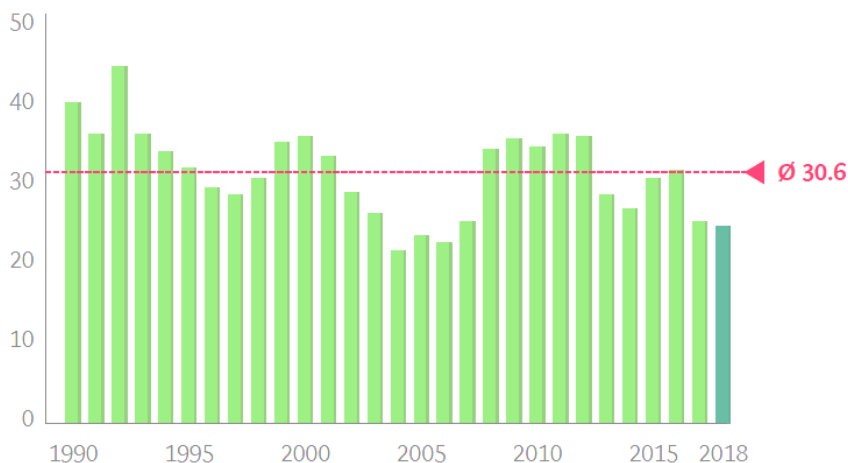
¹⁵ Austin, D., y Fisherman, J., “The Tender Take-over, Mergers & Acq.”, 1969

¹⁶ Lichtenberg, F., y Siegel, D., “The Effect of Takeovers on the Employment and Wages of Central Office and Other Personnel”, *Bur. Economic Research*, nº 2895, 1989

¹⁷ Boston Consulting Group, “Downturns are a better time for deal hunting”, 2019.

el estudio de Bhagat y Hirshleifer (1996)¹⁸ que estimaron una ganancia del 30% en el valor de las acciones del mercado americano entre los 5 días anteriores a la publicación de la OPA y los 5 días posteriores.

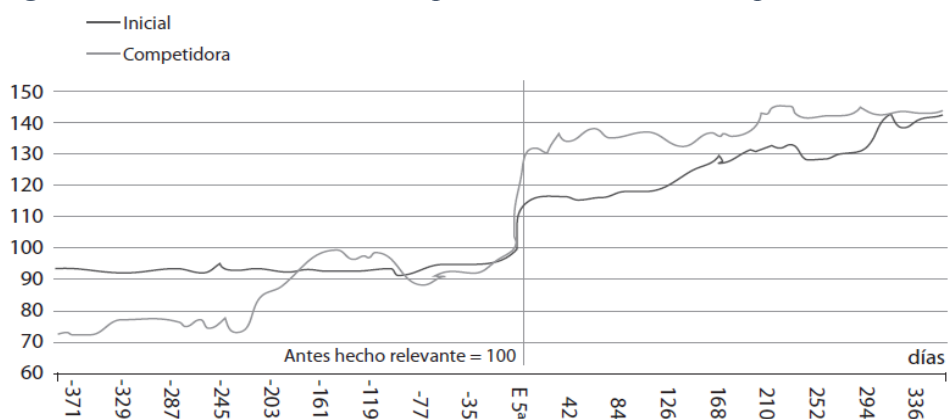
Figura 1: Prima pagada sobre el valor de cotización



Fuente: Boston Consulting Group, 2019

Para el estudio de los efectos a medio plazo, contamos con una monografía de la CNMV¹⁹ que analiza los efectos que estas operaciones han tenido en el mercado secundario bursátil español. El trabajo analiza las OPAs realizadas en España desde 1999 hasta julio de 2006 sobre sociedades negociadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). Tal

Figura 2: Evolución media de los precios de las acciones opadas



Fuente: Aparicio, C., 2007

¹⁸ Bhagat, S. y Hirshleifer, D., “Do tender offers create value? New methods and evidence”, *Journal of Financial Economics*, 2004, pp. 3-60

¹⁹ Aparicio, C., “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”, *CNMV*, monografía nº 20, 2007

y como se muestra en la *Figura 2*, la prima inicial es de únicamente el 12% mientras que el valor de las acciones trascurrido el año desde el anuncio de la OPA es un 40% superior.

Las evidencias mostradas en este apartado ponen de manifiesto la importancia de facilitar un correcto funcionamiento del mercado de capitales. Un marco regulatorio que favorezca los cambios de propiedad y control en las sociedades cotizadas contribuirá a una mejor utilización de los escasos recursos de la sociedad, mientras que una regulación restrictiva que entorpezca dichos cambios promoverá prácticas gestoras ineficientes.

2.4 FINALIDAD JURÍDICA

La finalidad económica mencionada en el apartado anterior se debe complementar con la finalidad jurídica que inspira la regulación de estas operaciones. Este objetivo es probablemente uno de los pilares esenciales del presente trabajo, y es que únicamente podremos juzgar correctamente la eficacia de la regulación si comprendemos el sentido teleológico de la misma.

La finalidad de la norma no la encontramos en la exposición de motivos ni de la Ley de Mercado de Valores²⁰ ni en el reglamento que desarrolla la normativa²¹, sino que debemos acudir al artículo 3 de la Directiva 2004/25/CE²², inspirado en el Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones de valores mobiliarios²³. El Código, en su principio general tercero establece que: “debe asegurarse a todo tenedor de valores mobiliarios de la misma naturaleza, emitidos por la misma sociedad, una igualdad de trato, en particular, en todo acto que implique, directa o indirectamente, la transferencia de una participación que permita un control, de hecho o de derecho, de una sociedad cuyos valores mobiliarios se negocien en el mercado, se tendrá en cuenta el derecho de todos los accionistas a ser tratados del mismo modo”.

Del texto se desprende que la regulación tiene como pilar fundamental garantizar la igualdad en el trato a todos los accionistas de la sociedad cotizada ante un cambio en el

²⁰ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

²¹ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

²² Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición

²³ Recomendación de la Comisión de 25 de julio de 1977 (77/534/CEE), en DOCE 20.8.77.

control de la misma. A esta finalidad, la doctrina²⁴ añade un objetivo adicional: ofrecer una vía de escape en condiciones ventajosas al socio minoritario que no considere adecuado el nuevo grupo de control que accede a la sociedad.

El deseo de un minoritario de salir del contrato de sociedad ante un cambio de control es comprensible. Un cambio de control frecuentemente viene motivado por el deseo de quien obtiene dicho control de modificar la estrategia y la dirección del negocio y, por lo tanto, el socio minoritario puede ver modificada su idea de creación de valor de la compañía y, por lo tanto, de su inversión.

Al margen de las OPAs de control, la legislación regula asimismo otra tipología de OPAs que, teniendo finalidades específicas, no cumplen una función reguladora del mercado de control societario²⁵ y por lo tanto no comparten las mismas finalidades ni exigencias que las primeras.

En este sentido, las OPAs de exclusión vienen motivadas por un acuerdo de la sociedad en Junta General de Accionistas de excluir de la cotización en los mercados secundarios las acciones de la misma, mientras que las OPAs de reducción de capital tienen como finalidad reducir capital mediante la amortización de acciones de la empresa. Para ello la sociedad recompra acciones a sus propios accionistas, lo que exige la presentación de una OPA con el fin de dar un trato equitativo a todos ellos²⁶.

²⁴ Alfaro, J., “Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria”, *Almacén de Derecho*, 9 de enero de 2018 (disponible en <https://almacenederecho.org/puede-regularse-estatutariamente-la-opa-obligatoria/>; último acceso 13/03/2020)

²⁵ Sánchez-Calero, J. y Tapia, A.J., “Las OPAs en el mercado español (observaciones a partir de la práctica más reciente)”, *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores*, nº 6, 2002, pp. 66-82

²⁶ Tapia Hermida, A. J., “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España”, *Universidad Complutense*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil 2008/20, 2008

III. REGULACIÓN Y PROTECCIÓN AL SOCIO MINORITARIO

Una vez analizadas las nociones básicas de la figura de la oferta pública de adquisición, debemos poner el foco en el caso español. Para ello, realizaremos un rápido repaso por la regulación vigente y mostraré las diferencias con los modelos alternativos más relevantes que existen en el derecho comparado y haremos referencia a la regulación española anterior. Posteriormente, justificaré los puntos de la actual regulación que a mi entender son beneficiosos y protegen adecuadamente los intereses del accionista minoritario. Finalmente señalaré aquellos puntos de la legislación que no cumplen adecuadamente la función protectora de los socios minoritarios.

3.1 CONTENIDO DE LA NORMA

La regulación de las ofertas públicas de adquisición viene determinada a nivel europeo por la Directiva 2004/25/CE.

Esta Directiva parte del principio general recogido en el Código de Conducta Europeo²⁷ de trato equivalente e impone la OPA obligatoria a un precio equitativo como concreción del mismo. Adicionalmente, la Directiva regula otros extremos como los requisitos de información de la OPA, el plazo de aceptación, la publicidad de la misma, así como medidas de neutralización de defensas contra las OPAs y la regla de pasividad de los administradores.

En el ordenamiento jurídico español, las OPAs se regulan en el Capítulo IX del Título IV del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante “TRLMV”) que trata “de las ofertas públicas de adquisición”.

Este régimen legal se desarrolla en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante “Real Decreto 1066/2007” ò “R.D. 1066/2007”).

Los principios esenciales de este sistema vigente son los siguientes:

²⁷ Recomendación de la Comisión de 25 de julio de 1977 (77/534/CEE), en DOCE 20.8.77.

- a) **Art. 128 TRLMV. Oferta Pública de Adquisición Obligatoria:** “Quedaría obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada [...]”

La redacción anterior impone el deber de formular una OPA por quien adquiriera el control de una sociedad cotizada. Se establece una configuración “a posteriori”, es decir, la obligación nace tras alcanzar dicho control y, total, dada la obligatoriedad de dirigir la oferta a todos los accionistas y poseedores de valores que confieran el derecho a devenir accionista. Adicionalmente se establece la obligación de formular la oferta a un precio equitativo²⁸.

De este artículo debemos concretar dos conceptos clave que vienen desarrollados en el TRLMV en los artículos 131 y 130 respectivamente, así como en el Real Decreto 1066/2007 en los artículos 4 y 9. Estos conceptos esenciales son:

- Participación de control: una persona, individualmente o en concierto con otras, ostenta una participación de control cuando concurre alguno de los siguientes supuestos:
 - (i) Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% o bien,
 - (ii) Cuando designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la compra, un número de consejeros que, unidos a los que en su caso ya hubiera designado, represente más de la mitad de los miembros de consejo de administración de la cotizada.

Como excepción a la regla contenida en el punto (i), la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) puede dispensar de la obligación de presentar una OPA en los supuestos en los que otro accionista ostente un porcentaje superior de los derechos de voto de la sociedad.

²⁸ Tapia Hermida, A. J., “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España”, *Universidad Complutense*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil 2008/20, 2008

- Precio equitativo: el precio equitativo será un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el comprador hubiera pagado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la OPA. Adicionalmente, en el reglamento se establecen una serie de reglas para el cálculo del precio equitativo en los casos en los que se adquieran acciones de la sociedad a través de instrumentos financieros, de canje o de conversión.
- b) **Artículo 132 TRLMV. Consecuencias del incumplimiento de formular oferta pública de adquisición**: “Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título [...]”

Por lo tanto, aquel que incumpla con las obligaciones recogidas en el TRLMV relativas a la OPA no podrá ejercer los derechos políticos que le confieran los títulos que posea. La ley entiende que incumple quien, en la obligación de presentar una OPA, no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales. Como consecuencia de lo anterior, el TRLMV declara nulos todos los acuerdos adoptados con los votos favorables del sancionado cuando estos hubieren sido determinantes en el sentido de la votación y faculta a la CNMV para el ejercicio de acciones de impugnación, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas.

- c) **Artículo 134.1 TRLMV. Obligaciones de los órganos de administración y dirección**: “Durante el plazo y en los términos que se determinen reglamentariamente, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades pertenecientes a su mismo grupo deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas [...] antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.”

El TRLMV establece un mecanismo preventivo para evitar que el consejo de administración pueda imponer sus intereses sobre el interés social al llevar a cabo

actuaciones destinadas a bloquear una oferta hostil. Adicionalmente, el art. 134 TRMLV menciona como obligaciones de los administradores la elaboración de un informe detallado sobre la oferta, informe que deberá incluir una recomendación acerca de la misma.

d) Artículo 135 TRLMV. Medidas de neutralización.

El artículo 135 en su apartado segundo establece la ineficacia de las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen un número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista en los casos en el que el oferente haya logrado más de un 70% del capital que confiera derechos de voto.

El mismo artículo en el apartado primero confiere a las sociedades que son objeto de OPA la posibilidad, mediante acuerdo de la Junta General, de aprobar:

- 1) La ineficacia de las restricciones a la libre transmisibilidad previstas en pactos para-sociales.
- 2) La ineficacia de las limitaciones del voto (tanto estatutarias como para-sociales) en la Junta de Accionistas en la que se vote sobre medidas defensivas.
- 3) Ineficacia de las restricciones (estatutarias y para-sociales) a la transmisibilidad y al derecho de voto en caso de que el oferente alcance el 75% del capital con derecho a voto.

3.2 PERSPECTIVA HISTÓRICA Y COMPARADA

La figura de las OPAs está presente en la mayoría de los países desarrollados del mundo, sin embargo, la regulación entorno a esta figura no es homogénea. Por ello, una comparativa con la legislación ya derogada, así como con los países de nuestro entorno nos puede aportar información sobre alternativas a nuestro sistema actual.

3.2.1 Perspectiva histórica

El régimen actual parte de la Ley 24/1988²⁹ desarrollada por el Real Decreto 1197/1991³⁰, modificado en varias ocasiones.

²⁹ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

³⁰ Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

Este sistema se caracterizaba por dos rasgos esenciales:

1º- Exigía la formulación de la OPA “a priori”, es decir, la OPA era obligatoria para quien pretendía adquirir una participación significativa de una sociedad cotizada³¹. De esta forma, la OPA se constituía como el método para adquirir el control en contraposición con el modelo actual en el que la OPA se debe formular como consecuencia de adquirir dicho control. Las participaciones significativas, en el Real Decreto 1197/1991, se establecen en el 25% y 50% del capital con derecho a voto, así como los aumentos del 6% en los casos en los que el oferente cuente con al menos el 25% pero no alcance el 50%.

2º- Permitía la formulación de OPAs parciales, en el sentido de que podían dirigirse a todo o a parte del capital de la sociedad cotizada, estableciéndose reglamentariamente los porcentajes mínimos a los que se debía dirigir la oferta en función de la participación con derecho a voto que se buscaba adquirir.

3.2.2 Derecho comparado

a. Regulación europea

A nivel europeo la legislación se encuentra armonizada por la Directiva 2004/25/CE. Por lo tanto, el marco para todos los Estados europeos es el mismo y, consecuentemente, la transposición al ordenamiento de cada Estado es muy similar. Sin embargo, interesa constatar que el Parlamento Europeo vio la necesidad de adoptar una Resolución³² en la que se pronunciaba sobre 4 aspectos conflictivos de la regulación de las OPAS en Europa: la noción de “actuación de concierto”, las excepciones nacionales a la norma de oferta obligatoria, la neutralidad del órgano de administración y los derechos de los empleadores.

b. Legislación estadounidense

Las ofertas públicas de adquisición (*tender offers*) en la legislación estadounidense tienen una configuración sustancialmente diferente. La Williams Act de 1968³³ que modifica la

³¹ Tapia Hermida, A. J., “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España”, *Universidad Complutense*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil 2008/20, 2008

³² Resolución de 21 de mayo de 2013, sobre la aplicación de la Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición

³³ Public Law 90-439, 29 de julio de 1968

Securities Exchange Act de 1934³⁴ establece únicamente requisitos en torno a la información que debe proporcionar el oferente. Estos requisitos consisten en la obligación de comunicar a la “Securities and Exchange Commission” (SEC) el origen de los fondos utilizados en la oferta, el propósito para el que se hace la oferta, los planes que el comprador tendría en caso de éxito y cualquier contrato o acuerdo relativo a la empresa objetivo³⁵.

Sin embargo, en ningún momento se impone la obligación de presentar una oferta. Las OPAs son utilizadas en el mercado americano como una herramienta para conseguir grandes paquetes de acciones, los cuales pueden estar destinados a adquirir el control o ser considerados simplemente como una inversión de cartera para el oferente. No obstante, a diferencia del sistema europeo, en ningún caso se configura como consecuencia de adquirir un porcentaje de control en la sociedad. El sistema que deriva de la Williams Act guarda muchas semejanzas con el régimen español de OPAs voluntarias. En ambos casos no existe obligación alguna de formular la OPA y de hacerlo, se puede presentar sobre un porcentaje de acciones inferior al total.

Este sistema elimina las protecciones preventivas que recoge el sistema europeo y lo sustituye por mecanismos posteriores de control de las operaciones ya completadas. Tal y como señala Alfaro (2018)³⁶, la jurisprudencia de Delaware, jurisdicción americana por excelencia en asuntos societarios, somete a un “entire fairness test” a las operaciones de fusión que implican un cambio de control. Se trata de un proceso que se activa cuando la mayoría de los administradores que aprueban la transacción están interesados en su éxito o cuando un accionista mayoritario está implicado en la transacción. La “entire fairness test” sitúa la carga de la prueba en el consejo de la empresa que debe demostrar que la transacción es intrínsecamente justa para los socios minoritarios. De esta forma, el tribunal comprueba que el precio recibido por los accionistas minoritarios es equitativo y que se les ha dado un trato justo, lo que se concreta en que el procedimiento seguido para

³⁴ “Securities Exchange Act of 1934”, cap. 404, tít. I, sec. 1, 48 stat. 881, 6 de junio de 1934

³⁵ Hall, R., “United States of America Takeover Guide”, 2014

³⁶ Alfaro, J., “Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria”, *Almacén de Derecho*, 9 de enero de 2018 (disponible en <https://almacendederecho.org/puede-regularse-estatutariamente-la-opa-obligatoria/>; último acceso 13/03/2020)

completar la operación ha sido transparente y semejante al que se hubiese producido entre partes independientes³⁷.

Es preciso señalar que, a diferencia del sistema europeo, un precio equitativo no se traduce necesariamente en que el socio minoritario deba recibir el mismo importe que el mayoritario³⁸. El precio será equitativo, aunque el socio dominante reciba una contraprestación adicional, siempre y cuando dicha contraprestación extra se corresponda únicamente con la prima de control y no obtenga ningún valor añadido a costa de la minoría.

3.3 SISTEMA DE PROTECCIÓN AL SOCIO MINORITARIO

El objetivo de este apartado es identificar los puntos positivos de la regulación actual, es decir, vamos a juzgar la efectividad en la protección a los accionistas minoritarios derivados de las disposiciones incluidas en el TRLMV y en el Real Decreto 1066/2007 que desarrolla la materia. Dado que las OPAs pueden ser formuladas con objetivos diferentes y la regulación no es idéntica en todos los casos, vamos a centrar nuestros esfuerzos en el análisis de la que se considera como la figura central de la regulación, las OPAs obligatorias ante adquisiciones de control.

La desprotección de los accionistas minoritarios deriva de la existencia de costes de agencia, es decir de intereses divergentes en el seno de una sociedad³⁹. Por ello, tomando el interés del socio minoritario como referente, vamos a distinguir las diferentes medidas que incluye la regulación en función del agente contra el que protege.

3.3.1 Protección frente al oferente

El interés del comprador es esencialmente poseer un paquete de acciones que le permita adquirir el control de la compañía al mínimo coste posible. Este mínimo coste posible deberá ser necesariamente superior al precio de mercado de las acciones, dado que de otra

³⁷ Licht, A., “Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware’s Entire Fairness Review”, Documento de trabajo n° 439/2019, 2019

³⁸ Alfaro, J., “Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria”, *Almacén de Derecho*, 9 de enero de 2018 (disponible en <https://almacendederecho.org/puede-regularse-estatutariamente-la-opa-obligatoria/>; último acceso 13/03/2020)

³⁹ Jensen, M. C. y Meckling W. H., “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, 305–360.

forma el vendedor simplemente acudiría a los mercados secundarios regulados. Por lo tanto, el comprador estará obligado a ofrecer una prima sobre el precio de mercado conocida como “prima de control”⁴⁰. Dado que el comprador únicamente necesitaría las acciones con derecho a voto del actual accionista de control, podría ofrecer directamente a éste la adquisición de su posición en la empresa pagando dicha prima de control íntegramente al accionista mayoritario, dejando a los socios minoritarios en una posición de relativa inferioridad, lo cual conculcaría el principio de igualdad consagrado en la Directiva 2004/25/CE.

Para solucionar esta situación el TRLMV impone la obligación de presentar una OPA a la totalidad del capital para aquellos compradores que adquieran el control de la compañía. De esta forma, dado que la oferta deberá presentarse al mismo precio para todos los accionistas y éste no podrá ser inferior al pagado por el comprador a cualquier vendedor durante los últimos 12 meses previos a la obtención del control, se consigue repartir la prima de control entre todos los accionistas de la sociedad. Así, la ley elimina la posibilidad de que el accionista mayoritario obtenga todos los beneficios procedentes del cambio de titularidad de la sociedad⁴¹.

Sin embargo, como veremos más adelante, esta medida que ópticamente parece muy protectora de los intereses de los socios minoritarios tiene varias desventajas que hacen de ella una solución ineficiente.

En segundo lugar, el TRLMV a través de la imposición de un precio mínimo que denomina “equitativo”, busca evitar las adquisiciones oportunistas que, en el ámbito de las sociedades cotizadas, se producen debido a la alta volatilidad propia del mercado de valores. De esta forma, el precio o contraprestación ofrecido no podrá ser inferior al más elevado que el comprador hubiera pagado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la OPA, salvo determinadas excepciones que podrán facultar a la CNMV para modificar el precio equitativo.

La última medida de protección de este apartado es la obligación de presentar garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta (art. 15 R.D.

⁴⁰ Mascareñas Pérez-Iñigo, J., *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*, Mc Graw Hill, Madrid, 2011

⁴¹ Aparicio, C., “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”, *CNMV*, monografía nº 20, 2007

1066/2007). Estas garantías dependerán de la contraprestación que se ofrezca: en dinero, valores o mixta. En cualquier caso, el Real Decreto 1066/2007 busca asegurar que el oferente puede cumplir con los compromisos que se formen como consecuencia de la OPA presentada para evitar que los accionistas puedan sufrir perjuicios derivados del incumplimiento.

3.3.2 Protección frente al consejo de administración

La administración de la sociedad representada por el consejo de administración está compuesta por personas que, como tales, tienen su propia agenda que puede no coincidir con la de los accionistas. Agenda que se materializa en comportamientos propios de una mayor aversión al riesgo como la retención de dividendos y la diversificación hacia sectores no relacionados con el negocio, en una política de crecimiento para aumentar su prestigio personal y actuaciones óptimas desde el punto de vista de la directiva pero que disminuyen el valor de la sociedad⁴². Sin embargo, por encima de todo ello, los administradores buscarán proteger su posición privilegiada dentro del consejo frente a amenazas externas. Una de esas amenazas se concreta en el cambio de control en la sociedad, posibilidad que aparece con la formulación de una OPA. El entrante controlará la mayor parte de los votos de la misma y por lo tanto se hará con el control del consejo nombrando a personas de su confianza.

En determinados supuestos, la oferta de adquisición puede no ser considerada como enemiga del consejo y por lo tanto será calificada como amistosa, sin embargo, en las situaciones de OPAs hostiles (aquellas no aprobadas por la administración de la sociedad), el consejo intentará hacer todo lo posible para evitar el cambio de control y tratará de tomar medidas defensivas que pueden ser perjudiciales para los socios de la empresa⁴³.

Estas medidas “anti-OPA”, permitidas en legislaciones como la estadounidense, son vistas como amenazas en la regulación europea. Por ello, el TRLMV incluye mecanismos destinados a proteger el interés social. Las medidas defensivas pueden ser tanto anteriores

⁴² Arruñada, B., “Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas”, 1991

⁴³ Escariz Rancaño, P., “Propuesta de fusión y OPA hostil” (Trabajo de Fin de Grado), *Universidad de la Coruña*, 2018

a la presentación a la OPA como coetáneas a esta, ofreciendo la regulación una herramienta diferente según el caso.

3.3.2.1 Medidas de neutralización

Al margen de las estrategias de defensa de índole financiera que pueden aumentar el esfuerzo económico necesario para conseguir el control de la sociedad, tales como la salida a bolsa de filiales o el aumento del apalancamiento de la sociedad, existen una serie de medidas defensivas de carácter jurídico que las sociedades pueden adoptar de manera preventiva para dificultar la toma de control de la compañía por un tercero.

Como respuesta a estas medidas anti-OPA, el TRLMV ofrece como protección la posibilidad de aprobar por Junta General de Accionistas la neutralización de medidas defensivas que la sociedad haya podido adoptar por estatutos o entre accionistas a través de pactos para-sociales.

Podemos diferenciar estas medidas según el órgano social en el que se manifiestan. Por un lado, podemos hablar de medidas que buscan dificultar el control de la Junta General por parte de un tercero; y, por otro lado, encontramos medidas tendentes a dificultar el control del consejo de administración de la sociedad.

Los blindajes relativos a la Junta General más utilizados son las limitaciones del número máximo de votos que puede emitir un accionista o aquellos que pertenezcan a un mismo grupo y que se traducen en cláusulas estatutarias o acuerdos para-sociales que intentan reducir el poder de decisión de los accionistas que posean una mayoría de los derechos de voto en la sociedad⁴⁴. Adicionalmente, en la práctica mercantil no son infrecuentes otras medidas defensivas como el establecimiento de mayorías reforzadas para la adopción de determinados acuerdos.

Por su parte, las defensas del órgano de administración se reflejan en medidas como el establecimiento de requisitos para poder acceder al consejo o la fijación de cláusulas de indemnización para el caso de cese del administrador, conocidas como paracaídas dorados. Otras, habituales en sistemas como el estadounidense, están prohibidas por la legislación o la jurisprudencia. Así, por ejemplo, acuerdos estatutarios que prevén que los administradores únicamente puedan ser destituidos cuando se pruebe justa causa o

⁴⁴ Enriques, L. y Gatti, M., “Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry”, *European Corporate Governance Institute*, Documento de trabajo n° 264/2014, 2014

aquellas que limitan los derechos de los socios a exigir responsabilidad a los administradores no están permitidas en las sociedades cotizadas españolas⁴⁵.

La Ley de Sociedades Anónimas de 1951⁴⁶ incluyó la posibilidad de establecer limitaciones al derecho de voto con el objetivo de ofrecer protección al socio minoritario frente al poder de voto de los socios mayoritarios. Con esta medida se buscaba “democratizar” las decisiones que se tomaban en las juntas de accionistas al diluir el poder de los accionistas mayoritarios y a su vez incentivar la dispersión accionarial en las compañías⁴⁷.

Por el contrario, estas limitaciones al derecho de voto pueden ser consideradas perjudiciales para el funcionamiento del mercado de capitales. La Recomendación 1ª del Código Unificado de 2006⁴⁸ propugna su eliminación dado que estas medidas preventivas pueden consolidar el poder de administradores ineficientes en perjuicio de los socios de la compañía.

Sin embargo, estas medidas también pueden responder al espíritu mencionado en Ley de Sociedades Anónimas de 1951 cuando sean utilizadas para alcanzar objetivos que los propios accionistas hayan convenido en establecer. En estos casos los blindajes serían verdaderas defensas frente a nuevos accionistas de control que puedan comprometer los planes a largo plazo de la sociedad.

Ante esta situación, el legislador introdujo en la Ley 6/2007⁴⁹, siguiendo las directrices de la Directiva 2004/25/CE, un régimen opcional por el cual las sociedades que se vean afectadas por una OPA, pueden decidir por acuerdo de la Junta General la neutralización de las mencionadas medidas defensivas.

De esta forma se permite a las sociedades eliminar las medidas que perjudiquen a los accionistas a la vez que se permite mantener aquellas que realmente respondan al interés social.

⁴⁵ Díez Estella, “El régimen jurídico de las OPAs”, 2015

⁴⁶ Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas

⁴⁷ Fernández-Albor Baltar, A., “Los blindajes en las sociedades cotizadas ¿Defensa del administrador o defensa del accionista?”, 2011

⁴⁸ Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, 2006

⁴⁹ Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores

El régimen implantado por el TRLMV supone un avance en la protección al accionista minoritario. Por una parte, prohibiendo aquellas medidas defensivas que únicamente benefician al consejo y por otra, permitiendo aquellas que puedan ser potencialmente beneficiosas para el interés social. Adicionalmente, al otorgar la opción de neutralizar las mismas en los casos en los que se estimen perjudiciales por decisión de la Junta General, se devuelve el poder a los accionistas, alejándolo de los potenciales abusos de poder del consejo de administración.

3.3.2.2 Obligación de pasividad de los administradores

En segundo lugar y cuando las medidas preventivas no existan o hayan fracasado, los administradores de la sociedad pueden estar incentivados a buscar formas de entorpecer o paralizar la oferta ya presentada. Ante esta situación, el art. 134 TRLMV obliga a anteponer los intereses sociales, lo que se concreta en un deber de pasividad que el TRLMV les impone a los administradores y que les impide tomar medidas que puedan obstaculizar el desarrollo de la OPA.

De esta forma el regulador se ha asegurado de que los administradores no puedan tomar medidas libremente, necesitando justificar sus actuaciones (recogidas en el art. 28.1 R.D. 1066/2007) que se lleven a cabo tras la presentación de la oferta. Será por lo tanto la Junta General la que tendrá la última palabra al aprobar o denegar dichas medidas. Así, al igual que con las medidas de neutralización, se devuelve el poder a los accionistas, alejándolo de los potenciales abusos de poder del consejo de administración.

Como excepción a la norma de pasividad, se permite que el consejo emprenda, sin la aprobación de la Junta, la búsqueda de ofertas competidoras que puedan mejorar las condiciones para los accionistas. Sin embargo, esta excepción encaja perfectamente con el espíritu protector de la norma, dado que las ofertas competidoras únicamente se pueden presentar cuando mejoren la anterior (art. 42 R.D. 1066/2007).

En comparación con el modelo preventivo propio del régimen europeo y español, determinados ordenamientos, como el estadounidense, no cuentan con estos mecanismos de protección, por lo que las estrategias contra OPAs hostiles son frecuentes en la práctica. Medidas como la “venta de las joyas de la corona” por la cual se venden activos estratégicos para hacer poco atractiva la sociedad o la estrategia “green-mail”, en

referencia al término “blackmail” por la cual se recompran acciones del oferente con una prima sobre el precio de cotización, lo que, en esencia supone pagar al oferente para que desista en su intento de toma de control⁵⁰.

Sin embargo, herramientas como estas son prácticamente imposibles de poner en práctica en el mercado español. Además del mencionado deber de pasividad de los administradores, el TRLMV establece un segundo mecanismo protector. En su artículo 30 el Real Decreto 1066/2007 establece la irrevocabilidad de las ofertas presentadas, lo que provoca que, en última instancia, los intentos de paralizar la oferta no tendrían ningún efecto.

Tal y como se ha explicado anteriormente, el TRLMV admite como excepción en el deber de pasividad la búsqueda activa de ofertas competidoras. Estas gestiones se permiten al producirse una alineación de los intereses de accionistas y administradores. De esta forma, la ley permite que los administradores busquen a su “caballero blanco”. Estrategia por la cual el consejo de una cotizada busca un inversor que presente una OPA amistosa que haga frente a la oferta hostil ya presentada⁵¹. Las precauciones que ha incluido la ley provocan que únicamente puedan presentarse ofertas competidoras cuando mejoren las condiciones de la anterior, mejoras que pueden ser tanto en la contraprestación como en el número de acciones a las que se extiende la oferta.

El sistema que se ha presentado está cimentando en un control preventivo de las actuaciones que puede llevar a cabo la administración de la sociedad. Otros sistemas como el estadounidense intentan proteger al accionista con un control a posteriori, es decir, a través de controles de legalidad en los tribunales en los ya mencionados “entire fairness test”⁵². A mi parecer, este control puede ser en muchos casos inefectivo y costoso para la sociedad. Aunque las medidas puedan ser posteriormente revertidas por los tribunales, el daño ya se ha producido y tal y como expresó Séneca, “nada se parece tanto a la injusticia como la justicia tardía”.

⁵⁰ Escariz Rancaño, P., “Propuesta de fusión y OPA hostil” (Trabajo de Fin de Grado), *Universidad de la Coruña*, 2018

⁵¹ Puziak, M. y Martyniuk, M., “Defensive strategies against hostile takeovers. The analysis of selected case studies”, *Journal of International Studies*, vol. 5, nº 1, 2012, pp. 60-69

⁵² Licht, A., “Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware’s Entire Fairness Review”, Documento de trabajo nº 439/2019, 2019

3.4 MEDIDAS INEFICACES EN LA PROTECCIÓN AL ACCIONISTA MINORITARIO

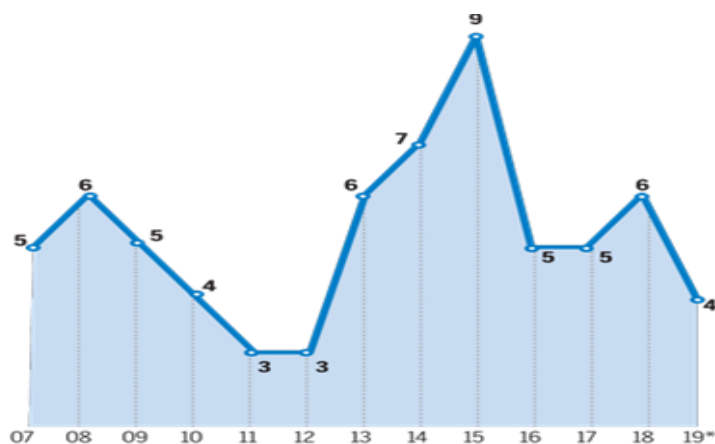
Una vez vistas las bondades de la actual regulación toca analizar los puntos débiles de la misma. Tal y como apuntábamos al comienzo de este trabajo, la efectividad en la protección al accionista minoritario va a ser juzgada en relación con los objetivos que marca la Directiva 2004/25/CE. Estos son, en suma, la igualdad de trato entre los accionistas de una sociedad cotizada. A este objetivo reglamentario deberemos incluir otro económico. En particular, la regulación será efectiva si consigue facilitar los cambios de propiedad y de control que beneficien al accionista.

Para identificar los fallos de la regulación previamente debemos realizar un estudio de las deficiencias observadas en la práctica del mercado cotizado español:

- a) Escasez en el número de OPAs

La *Figura 3* muestra la escasez de OPAs que se ha producido desde la entrada en vigor de la actual legislación en 2007.

Figura 3: OPAs sobre sociedades españolas en el periodo 2007-2019



Fuente: Casado, R., 2019

Durante los últimos 13 años se han aprobado de media poco más de 5 OPAs al año⁵³. Si tenemos en cuenta que el número total de sociedades cotizadas en los mercados españoles

⁵³ Casado, R., “La City prevé más opas en España por los precios atractivos de las cotizadas”, *Expansión*, 10 de junio de 2019 <https://www.expansion.com/empresas/2019/06/10/5cfd65a0e5fdea0b058b46e2.html>; último acceso 12/03/2020)

es de 276⁵⁴, el porcentaje de compañías que cambian de manos al año es inferior al 2% del total.

El problema mencionado se acentúa al analizar la tipología de las OPAs presentadas. De las 68 OPAs, el 43% fueron voluntarias, el 31% exclusiones de bolsa, el 4% de reducción de capital y únicamente el 22% fueron OPAs obligatorias⁵⁵. Esto supone que las OPAs de control, las operaciones sobre las que gira la regulación, apenas se producen una vez al año.

Este dato resalta si lo comparamos con la actividad en el mercado privado. En 2018 se produjeron en España 160 transacciones por valor de más de 100 millones de euros, de las cuales 48 superaron los 500 millones de euros⁵⁶. Esta discrepancia pone de manifiesto la deficiencia del mercado de control societario en el mercado bursátil español.

b) Falta de procesos competitivos

En segundo lugar, de las 68 OPAs presentadas en España desde que entró en vigor la nueva legislación, únicamente se han producido dos procesos competitivos: Abertis y Realia. En contraposición, “en las pujas en el mercado privado por negocios en España, especialmente cuando grandes compañías como Telefónica venden activos o un fondo de capital riesgo quiere desprenderse de una empresa, se están presentando hasta más de diez ofertas preliminares”⁵⁷.

Si la presentación de múltiples ofertas públicas de adquisición asegura la existencia de un mercado dinámico y la creación de valor para los accionistas a largo plazo, los procesos competitivos en estas operaciones son necesarios para aflorar con rapidez el valor de estas empresas.

Tal y como se desprende de la *Figura 2* en la que se analizaba el resultado de las OPAs en el mercado español, los procesos competitivos obtienen primas muy superiores a las obtenidas en OPAs sin rivalidad. Si bien a largo plazo las rentabilidades tienden a

⁵⁴ Bolsas y Mercados Españoles, “Estadísticas” (disponible en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>; último acceso 24/04/2020) Se excluyen del cálculo las sociedades de inversión (Hedge Funds, VCC y SICAVs)

⁵⁵ CNMV (disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=22>; último acceso 12/03/2020)

⁵⁶ Transactional Track Record, “Iberian Quarterly Report 4Q 2018”, 2019

⁵⁷ Casado, R., “La City prevé más opas en España por los precios atractivos de las cotizadas”, *Expansión*, 10 de junio de 2019 <https://www.expansion.com/empresas/2019/06/10/5cfd65a0e5fdea0b058b46e2.html>; último acceso 12/03/2020)

igualarse, a corto plazo, los accionistas de sociedades sujetas a procesos competitivos obtienen rentabilidades muy superiores con respecto a aquellas operaciones sin competencia (23,9% frente al 10,3%)⁵⁸.

Parte de la doctrina ha intentado buscar explicaciones ajenas a la regulación que justifiquen el reducido número de OPAs presentadas. El principal argumento argüido por la literatura está relacionado con la estructura accionarial de las sociedades españolas⁵⁹. Se argumenta que la falta de dispersión de los accionistas en las sociedades cotizadas españolas dificulta las tomas de control, dado que las OPAs que no cuenten con la aprobación del accionista mayoritario estarán condenadas al fracaso. Adicionalmente, autores como Sánchez-Calero⁶⁰ han identificado la menor actividad que se produjo tras la entrada en vigor de la nueva regulación con el periodo de crisis económica que se inició pocos meses después de aprobarse la reforma.

Sin embargo, al realizar un análisis comparativo con los resultados de la regulación de 1988⁶¹, reparamos en que los argumentos aportados reflejan medias verdades. En primer lugar, es cierto que el descenso de la actividad económica puede causar una reducción del número de operaciones dada la caída en el crédito disponible, sin embargo, en la *Figura 4* podemos apreciar como la tendencia seguida en 2008 y 2009 permanece en periodos de expansión económica. En segundo lugar, la falta de sociedades con las características idóneas para una OPA (tamaño medio y accionariado disperso) también puede justificar un menor número de operaciones completadas si realizamos un análisis comparativo con países de nuestro entorno. No obstante, esta vuelve a ser una explicación incompleta. La *Figura 4* analiza dos periodos diferentes en los que la participación accionarial es muy similar. Al transitar de la regulación de 1988 a la reforma de 2007 se produce una drástica

⁵⁸ Aparicio, C., “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”, *CNMV*, monografía nº 20, 2007

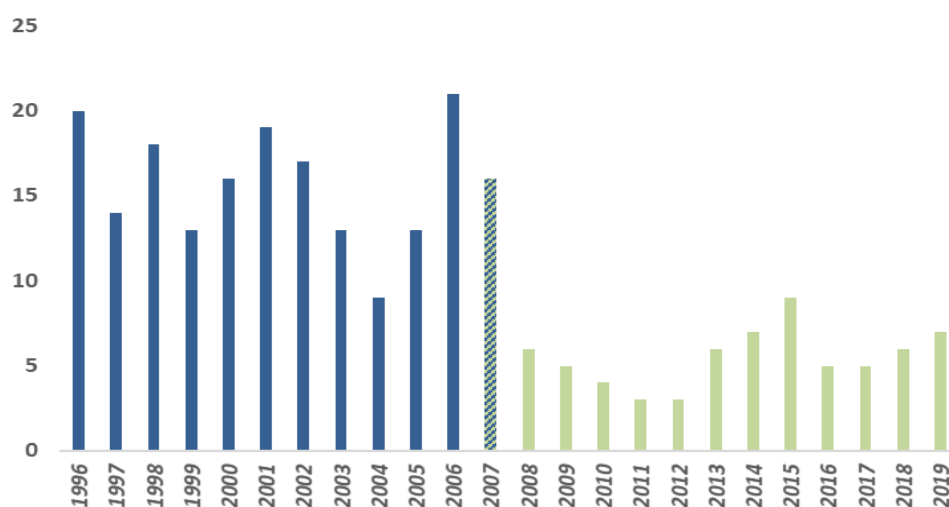
⁵⁹ Tapia Sánchez, M. R., “El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, nº 99, 2015, pp. 59-106

⁶⁰ Sánchez-Calero Guilarte, J., “El misterio de las OPAs: realidad, doctrina y regulación”, *Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia*, 2010, pp.741-754

⁶¹ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores desarrollada por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

caída en el número de OPAs presentadas que no se puede explicar por la concentración propia del accionariado en el mercado español.

Figura 4: OPAs sobre sociedades españolas en el periodo 1996-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la CNMV

En el periodo de 13 años comprendidos entre el 13/08/1985 y el 12/08/2007 (día anterior a la entrada en vigor de la modificación en la LMV) se autorizaron 189 OPAs sobre sociedades cotizadas españolas. No obstante, en el periodo de 13 años tras la entrada en vigor de la actual regulación, esto es, entre el 13/08/2007 y el 12/08/2019, el mismo organismo regulador autorizó únicamente 71 OPAs⁶². Las causas exógenas a la regulación pueden explicar un menor número de operaciones en comparación con otros países de nuestro entorno, pero no explican la variación tan significativa entre los dos periodos analizados en los que el único cambio de variable relevante fue la regulación vigente.

Si bien la regulación aplicable desde 1988 hasta 2007 tenía sus defectos, es indudable que otorgaba una mayor flexibilidad al oferente⁶³. Bajo la regulación anterior, la OPA se debía presentar como mecanismo para adquirir el control de la compañía y se permitía que esta fuera sobre un número inferior al total, es decir, se permitían las OPAs parciales.

⁶² CNMV (disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=22>; último acceso 14/03/2020)

⁶³ Tapia Hermida, A. J., “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España”, *Universidad Complutense*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil 2008/20, 2008

Otro de los síntomas del deficiente funcionamiento del mercado de control español se refleja en el escaso número de OPAs obligatorias (únicamente el 22% de total)⁶⁴. Este dato pone de manifiesto que las OPAs no responden a la función principal que inspira su régimen, sino que, mayoritariamente, se utilizan como herramienta de ejecución de decisiones tomadas en el interior de la sociedad para el abandono del mercado⁶⁵ o en el caso de las OPAs voluntarias para adquirir participaciones significativas sin tener que acudir al lento sistema del mercado secundario regulado.

En mi opinión esta es la consecuencia inevitable de la deficiente regulación actual. El TRLMV al intentar proteger los intereses de los socios minoritarios establece la obligación para todo aquel que adquiere el control de lanzar una OPA sobre la totalidad de las acciones de la sociedad. Con esta medida se consigue repartir entre todos los accionistas de la empresa la llamada “prima de control”. Sin embargo, el principal efecto de esta obligación es el encarecimiento excesivo y artificial de la posición de control que buscaba el oferente⁶⁶. Frecuentemente, el oferente estará interesado en hacerse con el control de la sociedad sin convertirse en el único propietario de la cotizada o de una participación excesivamente alta, dado que ello supondría un desembolso de capital excesivo. En las sociedades cotizadas, la diferencia entre el 30% con el que presumiblemente podría controlar la empresa y el 80 o 90% que puede resultar de la OPA obligatoria puede haber una diferencia de miles de millones de euros.

Por lo tanto, ante el riesgo de tener que realizar un desembolso de capital mayor al deseado, muchos procesos de adquisición simplemente no se producirán y como consecuencia, el consejo de administración será libre para seguir actuando en detrimento de los accionistas.

Este fenómeno explicaría la razón por la cual las OPAs en España son mayoritariamente de exclusión (31%) y voluntarias (43%). En el caso de las OPAs de exclusión, el objetivo del oferente es precisamente convertirse en el único propietario de la sociedad y por lo

⁶⁴ Casado, R., “La City prevé más opas en España por los precios atractivos de las cotizadas”, *Expansión*, 10 de junio de 2019 <https://www.expansion.com/empresas/2019/06/10/5cfd65a0e5fdea0b058b46e2.html>; último acceso 12/03/2020)

⁶⁵ Sánchez-Calero Guilarte, J. y Tapia Hermida, A.J., “Las OPAs en el mercado español (Observaciones a partir de la práctica más reciente)”, *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores*, nº 6, 2002, pp. 66-82

⁶⁶ Alfaro, J., “Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria”, *Almacén de Derecho*, 9 de enero de 2018 (disponible en <https://almacendederecho.org/puede-regularse-estatutariamente-la-opa-obligatoria/>; último acceso 13/03/2020)

tanto la exigencia de formular la OPA a todos los valores de la misma no supone un problema, dado que ese es precisamente el objetivo. Por otro lado, en las OPAs voluntarias se permite presentar ofertas parciales, es decir, sobre un número determinado de valores. De esta forma que el adquirente no estará obligado a realizar una oferta superior a la deseada.

Por lo tanto, las OPAs de control únicamente se completarán cuando el oferente busque hacerse con una participación de la sociedad significativamente mayor a la necesaria para adquirir el control de la misma. En el caso contrario, la oferta nunca llegará a producirse. Sin embargo, también existe la posibilidad de que el oferente intente hacerse con el control sin someterse a la obligación de presentar la OPA.

Estos casos pueden llegar a ser muy perjudiciales para el socio minoritario. Para ilustrar esta situación voy a hacer uso del caso de la constructora española OHL, proceso de máxima actualidad.

El caso OHL

Obrascón Huarte Laín es una de las principales constructoras españolas con proyectos de construcción e ingeniería en todo el mundo. La sociedad ha sido históricamente una empresa familiar controlada por los Villar Mir. Sin embargo, durante los últimos años la familia ha ido reduciendo su posición en la compañía hasta el 15% actual⁶⁷.

La familia Villar Mir ha ido acumulando fuertes deudas (entre ellas con la propia OHL) que ahora debe afrontar, lo que le ha llevado a liquidar gran parte de sus inversiones, así como su deseo en salir del capital de la propia OHL⁶⁸.

Dado el interés de los Villar Mir en liquidar su posición en OHL, la familia ha buscado potenciales inversores que les sustituyan en el accionariado de la constructora. La familia Amodio, dueños de la mejicana Caabsa Infraestructuras, ha expresado su interés en

⁶⁷ CNMV, “Notificaciones de derechos de voto e instrumentos financieros” (disponible en <http://www.cnmv.es/portal/consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={f5867886-c3b9-4535-932e-b9a1226df2bd}>, último acceso 9/06/2020)

⁶⁸ Chamizo, H., “Villar Mir acelera las desinversiones de OHL ante la asfixia de una deuda creciente”, *CapitalMadrid*, 23 de agosto de 2019 (disponible en <https://www.capitalmadrid.com/2019/8/23/53908/villar-mir-acelera-las-desinversiones-de-ohl-ante-la-asfixia-de-una-deuda-creciente.html>; último acceso 12/03/2020)

hacerse con el control de la constructora, sin embargo, han reiterado en repetidas ocasiones su negativa a presentar una OPA sobre la compañía.

Para ello, han sido ya varias las propuestas sugeridas para evitar la obligación que conlleva la adquisición del control de la sociedad. En primer lugar, se habló de una operación de venta de parte del 30,6% que poseían los Villar Mir juntamente con una ampliación de capital que sería exclusivamente para la familia Amodio, excluyendo a los actuales socios del derecho de suscripción preferente⁶⁹. Posteriormente se comunicó un nuevo principio de acuerdo para fusionar OHL y Caabsa Infraestructuras⁷⁰.

Finalmente, los hermanos Amodio entraron el pasado 20 de mayo en el capital de la sociedad comprando el 16% de la misma a la familia Villar Mir a un precio por acción de 1,1 €, lo que supone una prima del 100% respecto del precio de cotización del día anterior. Adicionalmente, los Amodio se han asegurado una opción de compra irrevocable de hasta un 9% del capital adicional ejercitable a un precio de 1,2 €, lo que supone una prima del 118% que únicamente recibirán los Villar Mir⁷¹.

De esta forma, la familia Amodio al no llegar al umbral del 30% no contrae la obligación de presentar una OPA y la familia Villar Mir recibe la totalidad de la prima pagada por los mejicanos por su participación en la empresa, dejando al resto de accionistas de la sociedad en una situación de clara inferioridad al no poder acceder a dicho precio sensiblemente superior al de mercado.

De esta forma, tanto la teoría como la práctica muestran como la obligación de presentar OPAs totales produce un encarecimiento de estas operaciones con la consecuencia de limitar el número de ofertas que se realizan.

⁶⁹ Morán, C., “OHL hará una ampliación a medida para dar entrada a la familia Amodio”, *Expansión*, 23 de octubre de 2019 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2019/10/23/5db01da8e5fdea3f2f8b4635.html>; último acceso 23/03/2020)

⁷⁰ Monge, P., “Los Amodio quieren tomar el control de OHL sin lanzar una OPA”, *CincoDías*, 4 de febrero de 2020 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/02/04/companias/1580804534_097427.html; último acceso 23/03/2020)

⁷¹ Verbo, M.L., “Los Amodio se convierten en los mayores accionistas de OHL con la compra de un 16% por 50 millones”, *Expansión*, 21 de mayo de 2020 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2020/05/21/5ec6291be5fdeac3438b457b.html>; último acceso 8/06/2020)

Adicionalmente, existe un segundo motivo que desincentiva a los inversores para participar en el mercado de control. De media, el periodo desde la solicitud a la CNMV hasta que se hace público el resultado de la OPA es de más de 100 días, lo que se agrava en el caso de las OPAs obligatorias en las que el periodo medio sube hasta los 119 días⁷². La incertidumbre que supone para un inversor estar 4 meses esperando la ejecución de su proyecto tiene como resultado que potenciales adquirientes decidan quedarse al margen y evitar el fuerte escrutinio regulatorio y público que suponen estos procesos.

La situación se agrava en el caso de las OPAs competidoras, con plazos de autorización y aceptación sucesivos que pueden eternizar el proceso; en el caso de Abertis, el proceso se prolongó durante más de un año⁷³.

⁷² Casado, R., “La City prevé más opas en España por los precios atractivos de las cotizadas”, *Expansión*, 10 de junio de 2019 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/2019/06/10/5cfd65a0e5fdea0b058b46e2.html>; último acceso 12/03/2020)

⁷³ CNMV (disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/OPA.aspx?numreg=385>, último acceso 15/03/2020)

IV. RIESGO DE POLITIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Toda vez que un proyecto ha conseguido superar las altas barreras económicas y defensivas mencionadas, debe someterse a un último trámite para poder ser presentada a los accionistas de la sociedad. Este último paso se concreta en la autorización del organismo regulador, la CNMV, que podrá denegar una operación cuando exista un incumplimiento “de las previsiones contenidas en el TRLMV, en el R.D. 1066/2007 o en las demás disposiciones legales o reglamentarias que resulten de aplicación”⁷⁴

A pesar de la indeterminación en las causas de denegación ajenas a la regulación estricta de las OPAs, podemos destacar aquellas que tienen una mayor conexión con la figura:

- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
- Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2014, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.
- Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.
- Regulaciones sectoriales

Este abanico de normas provoca que, de facto, la autorización de la OPA (competencia de la CNMV), tal y como se desprende del art. 26 R.D. 1066/2007, dependa de la obtención de las autorizaciones e informes de órganos alternativos que deben juzgar el respeto de la operación a las diversas normas aplicables⁷⁵.

Estas barreras son con frecuencia utilizadas y levantadas ante intentos de control de grandes empresas por parte de inversores extranjeros. Los Estados y Gobiernos nacionales ven a menudo en estas operaciones ataques a su soberanía nacional que se traducen en la pérdida de sus campeones nacionales a menudo calificadas como “empresas estratégicas”. Los casos que verdaderamente suponen un problema sectorial, de competencia o de interés nacional son realmente difíciles de separar de aquellos en los que la ratio decisoria es el puro interés político. Es por ello que no son infrecuentes las declaraciones políticas que convierten la nacionalidad de una sociedad (en especial, del

⁷⁴ CNMV, “Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones”, 2016

⁷⁵ Sánchez-Calero Guilarte, J., “El misterio de las OPAs: realidad, doctrina y regulación”, *Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia*, 2010, pp.741-754

accionista de control) en un elemento de interés nacional, o en la utilización de procedimientos administrativos o de naturaleza análoga para introducir condiciones en la operación que la hacen inviable.⁷⁶

En estos casos puede producirse un choque entre la eficiencia empresarial y la geopolítica. Las empresas son indiferentes con respecto a la titularidad de los fondos que entran en ella, los accionistas buscarán aquellos inversores dispuestos a realizar una mejor oferta con independencia de su nacionalidad. No obstante, una actitud totalmente pasiva por parte de los poderes del estado puede conllevar riesgos para la nación materializados en dependencia del exterior para la provisión de servicios básicos, así como acceso a información de seguridad nacional o control de infraestructuras críticas.

Estos temores están a menudo respaldados en narrativas que muestran la pérdida de control de nuestra soberanía a manos de potencias extranjeras con dudosos intereses geoestratégicos. Narrativas como la invasión silenciosa china que amenaza con hacerse con el control de infraestructuras y recursos esenciales en toda Europa. Portugal se muestra como el ejemplo de dominación china en Europa con inversiones dirigidas a tomar posiciones en sectores como salud, banca, transportes, agua y energía⁷⁷, donde la empresa estatal china CTG controla el 25% de la eléctrica EDP y estuvo cerca de conseguir el control de la misma tras una OPA que finalmente fracasó⁷⁸.

Otras noticias recientes como el interés del fondo soberano saudí (Public Investment Fund) en hacerse con una participación de la española Repsol y de grandes petroleras europeas⁷⁹ incrementan el sentimiento de pérdida de control sobre la nación.

Si bien existen casos esporádicos que se soportan estas narrativas, un análisis más detallado de la realidad muestra como estos casos son anecdóticos y muy alejados de suponer un peligro para los intereses de España. Tal y como muestra la *Figura 5*, las

⁷⁶ Sánchez-Calero Guilarte, J., “El misterio de las OPAs: realidad, doctrina y regulación”, *Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia*, 2010, pp.741-754

⁷⁷ Martín del Barrio, J., “Portugal se suma a la Ruta de la Seda china”, *El País*, 30 de noviembre de 2018 (disponible en https://elpais.com/internacional/2018/11/30/actualidad/1543571140_201324.html; último acceso 3/05/2020)

⁷⁸ Marín del Barrio, J., “Fracasa la opa china sobre la eléctrica portuguesa EDP”, *El País*, 24 de abril de 2019 (disponible en https://elpais.com/economia/2019/04/24/actualidad/1556126876_821972.html; último acceso 3/05/2020)

⁷⁹ Patiño, M.A., “Arabia Saudí incluye a Repsol en su lista de compras europea”, *Expansión*, 19 de abril de 2020 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/energia/2020/04/19/5e9c7aae468aeb783e8b4573.html>; último acceso 3/05/2020)

inversiones extranjeras en España proceden mayoritariamente de países de nuestro entorno, siendo Europa y América del Norte los principales aportadores de capitales a nuestro país.

Figura 5: Inversiones extranjeras en España en 2018

<i>País oferente</i>	<i>Nº de transacciones</i>	<i>Valor total (€ M)</i>
Estados Unidos	159	21.660
Reino Unido	111	8.116
Francia	90	2.368
Alemania	55	17.693
Luxemburgo	43	10.108
Italia	39	19.108
Holanda	26	1.967
Suiza	22	895
Suecia	22	329
Canadá	19	2.671

Fuente: Elaboración propia a partir de Transactional Track Record,

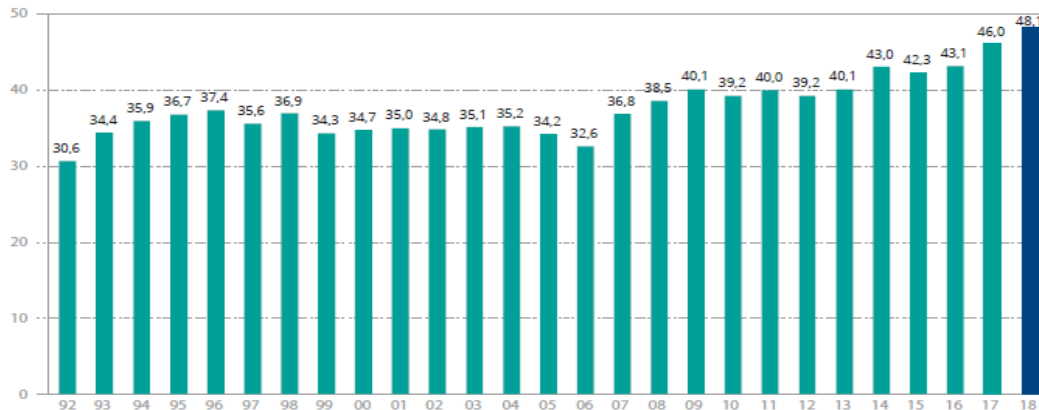
Adicionalmente, la nacionalidad del inversor ha ido perdiendo progresivamente importancia. En la actualidad, el pasaporte de las compañías ha ido quedando en un plano residual. Las empresas españolas, cada vez más integradas en las redes de comercio internacional, ya obtienen dos tercios de sus ingresos en sus negocios fuera de España⁸⁰. Adicionalmente, la progresiva internacionalización se deja notar en la participación de los inversores extranjeros en el capital de las sociedades cotizadas españolas. Tal y como muestra la *Figura 6*, la inversión extranjera ha ido aumentando de manera considerable durante los últimos años hasta alcanzar prácticamente el 50% del capital de las empresas cotizadas españolas⁸¹. Sin embargo, cuando estos mismos inversores pretenden convertir

⁸⁰ Carbonell, J., Gómez, A. y Garrido, J., “Casi el 66% de la facturación de las cotizadas españolas se hace en el exterior”, *Servicio de estudios BME*, 2016

⁸¹ García, D. y Garrido, J., “Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas”, *Servicio de estudios BME*, 2019

una inversión de cartera en una inversión de control, la bienvenida se torna en abierta hostilidad.

Figura 6: Participación de inversores extranjeros en la bolsa española (% sobre el capital social)



Fuente: García, D. y Garrido, J., 2019

Este comportamiento hostil, que nace de narrativas como las anteriormente mencionadas, se ha traducido históricamente en la utilización por parte de los gobernantes políticos españoles y europeos de mecanismos de intervención de corte proteccionista que, a largo plazo, han perpetuado empresas escasamente competitivas⁸².

Ejemplos de dichas prácticas los podemos encontrar fácilmente tanto en el ámbito europeo como en el español. Probablemente el caso más sonado en nuestro territorio fue la guerra de OPAs en la adquisición de Endesa entre 2005-2007, caso en el que me voy a detener dado que ilustra perfectamente el alcance que puede llegar a tener este tipo de prácticas intervencionistas:

El caso Endesa⁸³

En diciembre de 2003 ERC, Iniciativa per Catalunya y el PSC firman el “Pacto del Tinell” en el que se comprometen a “actuar desde la Generalitat, en concertación con el sector privado, para impulsar la creación (...) de operadores catalanes (...) en sectores

⁸² Arruñada, B., “Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas”, 1991

⁸³ Una descripción más detallada de los hechos sucedidos se puede encontrar en: <https://www.elmundo.es/mundodinero/2009/02/20/economia/1235156908.html> o https://cincodias.elpais.com/cincodias/2007/07/25/empresas/1185530342_850215.html o https://fundacionfaes.org/file_upload/publication/pdf/20130524131128opa-a-endesa-relato-de-los-hechos.pdf

estratégicos (energía)” y “potenciar la existencia de centros de decisión empresarial en Cataluña de primer nivel en los mencionados sectores”⁸⁴.

A partir de entonces comienza una guerra de OPAs para hacerse con el control de Endesa que comenzó con la oferta de Gas Natural a 21,3 € la acción en 2005 y terminó con la presentada a 43 € por la alianza Enel-Acciona en 2007. Entre medias se sucedieron una serie de episodios que mermaron la imagen y credibilidad de España en el entorno internacional.

Tras la OPA de Gas Natural, autorizada por Consejo de Ministros pese al rechazo del Tribunal de Defensa de la Competencia, aparece en escena la eléctrica alemana E.On presentando una OPA competidora que mejoraba las condiciones de la propuesta por Gas Natural. Sin embargo, el Gobierno decide apostar, en palabras del presidente de España, por un “campeón nacional”. El 24 de febrero de ese mismo año el Gobierno español aprueba el Real Decreto Ley 4/2006⁸⁵ (conocido como el decreto anti-E.On) en el que se recogen medidas urgentes que amplían las competencias de la Comisión Nacional de la Energía (CNE) que permitían bloquear la fusión al quedar la oferta de E.On supeditada a la autorización de dicho organismo. En marzo la Comisión Europea afirma que el Decreto es ilegal dado que violaba la normativa comunitaria e insta al gobierno a reformarlo, advertencia que no surte ningún efecto en el Gobierno⁸⁶.

Posteriormente, Gas Natural desiste de su oferta, mientras que miembros del Gobierno se reúnen con directivos de Enel y de Acciona que más adelante presentan una OPA conjunta a 41€ por acción, acordando a su vez la retirada de E.On a cambio de activos de la eléctrica por valor de 10.000 millones de euros⁸⁷.

⁸⁴ El Mundo, “El pacto del tripartito catalán incluía operaciones como el asalto a Endesa”, 7 de septiembre de 2005 (disponible en <https://e00.elmundo.uecdn.es/quiosco/pdf/septiembre2005/07/portada.pdf>; último acceso 29/05/2020)

⁸⁵ Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía.

⁸⁶ Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Sala tercera), Procedimiento C-196/07, de 6 de marzo de 2008,

⁸⁷ El País, “Cronología de la batalla por Endesa”, 25 de julio de 2007 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2007/07/25/empresas/1185530342_850215.html; último acceso 30/05/2020)

Al día siguiente el presidente de la CNMV Manuel Conthe anuncia su dimisión del organismo supervisor revelando presiones e interferencias por parte de los asesores económicos del presidente de España en decisiones claves para el desenlace de la fusión⁸⁸.

Finalmente, el TJCE en marzo de 2008 condena al Reino de España por incumplir las obligaciones a la libre circulación de capitales que le incumben con arreglo al derecho comunitario al no haber retirado determinadas condiciones impuestas por las resoluciones de la CNE y del Ministerio de Industria, declaradas incompatibles con el derecho comunitario⁸⁹.

El caso descrito ilustra visiblemente el alcance que puede llegar a tener el intervencionismo estatal. Podemos encontrar en el mismo: intereses políticos camuflados de intereses nacionales, empresas consideradas “campeones nacionales”, regulaciones y organismos creados “ad-hoc”, así como organismos supervisores independientes que reciben presiones para dejar de ser tales. Las consecuencias terminan siendo una empresa dividida por partes y la percepción de seguridad jurídica de nuestro sistema muy dañada.

Sin embargo, estos episodios no son exclusivos de España. Otro ejemplo paradigmático fue el intento de adquisición por parte de la española Abertis de la concesionaria de autopistas italiana Autostrade (actual Atlantia). Tras el acuerdo amistoso de ambas empresas, el gobierno italiano decidió obstaculizar la adquisición a través de la redacción de una nueva normativa que suponía la revocación de las concesiones poseídas por Autostrade, lo que supuso un bloqueo insuperable al intento de adquisición⁹⁰.

Recientemente el estado francés ha contribuido a otro fracaso empresarial, en este caso en el sector automovilístico. La fusión de Renault y Fiat Chrysler (FCA) presentada a mediados de 2019 ha quedado frustrada en gran parte debido a la intervención del gobierno francés al exigir condiciones no incluidas en el acuerdo inicial. El ministro de presupuesto en Francia aseguró estar contento “de que haya una industria algo patriótica que preste atención a los intereses franceses”. Posteriormente al fracaso de la fusión FCA

⁸⁸ Sánchez, C., “Manuel Conthe presenta su dimisión oficial al ministro de Economía”, *El Confidencial*, 24 de abril de 2007 (disponible en https://www.elconfidencial.com/espana/2007-04-24/manuel-conthe-presenta-su-dimision-oficial-al-ministro-de-economia_532807/; último acceso 30/05/2020)

⁸⁹ Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Sala tercera), Procedimiento C-196/07, de 6 de marzo de 2008,

⁹⁰ El País, “Abertis y Autostrade abandonan su proyecto de fusión”, 13 de diciembre de 2006 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2006/12/13/economia/1166149405_850215.html; último acceso 29/05/2020)

aseguró que “Francia ha demostrado que no entendía la importancia de esta operación para Europa. Creo que los galos han mostrado demasiado provincialismo” y que “en Francia faltan las condiciones políticas”⁹¹.

Por último, voy a comentar la reciente entrada en vigor del Real Decreto-ley 8/2020⁹². El mencionado Decreto fue aprobado el pasado 17 de marzo en el que se establecían medidas urgentes para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. Una de las medidas incluidas fue la incorporación del art. 7 bis. en la Ley 19/2003⁹³. Dicho artículo establece la suspensión del régimen de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas en España en sectores que son susceptibles de afectar a la seguridad pública, orden público y salud pública, debiendo en dichos casos recibir la autorización expresa del Gobierno para acometer su inversión.

Esto supone que el Gobierno podrá vetar la entrada de inversiones extranjeras en caso de que concurren los siguientes requisitos:

- a) Inversión de más del 10% del capital social de la sociedad, así como en los casos en los que como consecuencia de la operación se participe de forma efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad.
- b) Inversión realizada por residentes de países fuera de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio.
- c) Que la inversión afecte a alguno de los sectores mencionados en la ley que puedan hacer peligrar la seguridad pública, orden público y salud pública. Entre estos sectores se incluyen: infraestructuras críticas (energía, transporte, sanidad, comunicaciones, financieras), suministro de insumos fundamentales como energía, materias primas o seguridad alimentaria, sectores con acceso a información sensible como los datos personales, así como los medios de comunicación. Lista que de facto permite incluir a prácticamente cualquier empresa cotizada española.

⁹¹ Sandri, P.M., “Los culpables del fracaso de la fusión de Fiat Chrysler con Renault”, *La Vanguardia*, 7 de junio de 2019 (disponible en <https://www.lavanguardia.com/economia/20190607/462713456710/fracaso-fusion-fiat-renault.html>; último acceso 30/05/2020)

⁹² Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19

⁹³ Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

Esta modificación limitadora de la libre circulación de capitales suscita varias preguntas como:

- a) Si la finalidad es preservar el control de empresas estratégicas ¿por qué se limitan asimismo inversiones que no suponen un control de las mismas? Inversiones del 10% que simplemente constituyan inversiones de cartera no amenazarían dichos intereses nacionales y, sin embargo, se incluyen en la restricción a la libre circulación de capitales.
- b) Si se busca mantener a salvo la seguridad pública, el orden público y la salud pública, dicho objetivo debería ser merecedor de protección permanente y no como consecuencia de una situación particular. La bajada o subida de la cotización de las empresas como consecuencia de situaciones excepcionales no es razón que justifique la mayor o menor protección de los objetivos anteriormente mencionados.
- c) Por último, el art. 7 bis apartado 6º recogía el levantamiento de la suspensión de la libertad de circulación de capitales por acuerdo de Consejo de Ministros. Es decir, se planteaba el régimen descrito como transitorio y circunscrito a la situación de crisis sanitaria y económica excepcional que justificaría su inclusión por Real Decreto-ley. No obstante, dicho punto sexto fue suprimido por el Real Decreto-ley 11/2020 convirtiendo dicho régimen transitorio en permanente. Por lo tanto, si la limitación a la libertad de movimiento de capitales será de carácter permanente, ¿por qué se instrumentaliza a través de Real Decreto-ley y no a través de Ley ordinaria?

Como se puede apreciar son muchos los interrogantes y poca la seguridad jurídica en un momento en el que el tejido empresarial español se encuentra fuertemente descapitalizado y en el que necesita recibir tanto inversión nacional como extranjera. La víctima principal de esta situación es la confianza en los mercados europeos como efectivos mercados de control. En mi opinión, la nacionalidad del inversor no debería ser relevante a menos que afecte a su conducta en la administración de la sociedad. Sobre este aspecto cabe recordar que la venta de empresas provoca una entrada de recursos en el país que son posteriormente invertidos en otras empresas y sectores. Adicionalmente, no parece seguro que los intereses de empresarios nacionales sean más patrióticos que los de empresarios

extranjeros y, en todo caso, parece que el empresario extranjero será más independiente y menos controlable por la Administración.⁹⁴

Cabe recordar que, si las sociedades se encuentran en una relación de competencia derivada del libre acceso a las mismas, las posibilidades de presentación de OPAs aumentan sustancialmente. Sin embargo, no es menos cierto que la competencia únicamente puede predicarse con respecto a mercados e inversores que se encuentren en un plano de relativa igualdad⁹⁵. En casos en los que los inversores extranjeros se encuentren amparados de ataques hostiles por su regulación nacional o especial condición, dicha igualdad se rompería y podría justificar mecanismos de defensa para evitar inversiones de dichos sujetos protegidos.

A este respecto el R.D. 1066/2007 incluye, acertadamente a mi juicio, en su art. 28.5 una excepción a la limitación de las defensas que pueden adoptar los órganos de administración ante OPAs procedentes de sociedades domiciliadas fuera de España en los casos en los que dichas sociedades no incluyan previsiones similares. Es decir, se prevé un sistema de reciprocidad por el cual, en los casos en los que las sociedades adquirentes estén protegidas en sus estados de origen de potenciales adquisiciones por parte de terceros, se permite que la sociedad española opada pueda establecer mecanismos de defensa que obstaculicen dicha adquisición, evitando así sufrir una competencia desleal.

Por último, debo destacar que la crítica efectuada a la utilización política de argumentos relativos al interés estratégico nacional no implica en absoluto que dichos intereses no existan y que en ocasiones se deben a intereses reales de seguridad y orden público que deberán ser en todo caso tutelados por la regulación. Sin embargo, estas restricciones a la libertad de circulación de capitales, limitadoras de los legítimos derechos de los accionistas minoritarios, deberían estar acotadas a situaciones previstas a priori e interpretadas de manera restrictiva. Adicionalmente, sería deseable que la interpretación de dichas normas dependiese lo mínimo posible de la arbitrariedad gubernamental, así como de la capacidad de presión de las partes de la operación.

Únicamente de esta manera se conseguirá reducir la inseguridad jurídica y aportar certidumbre a los inversores permitiendo la entrada de capitales en el país que permitirán

⁹⁴ Arruñada, B., “Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas”, 1991

⁹⁵ Sánchez-Calero, J. y Tapia, A.J., “Las OPAs en el mercado español (observaciones a partir de la práctica más reciente)”, *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores*, nº 6, 2002, pp. 66-82

una mayor inversión y en general desarrollo de la sociedad, así como una adecuada tutela a los accionistas de la empresa adquirida.

V. PROPUESTA DE REFORMA DE LA NORMATIVA

Los problemas analizados anteriormente presentan la necesidad de una reforma de la actual legislación vigente de OPAs. Únicamente adecuando el marco normativo a la finalidad económica de la figura, esto es facilitar los cambios de propiedad y el funcionamiento del mercado de control, a la vez que preservando la finalidad jurídica de la regulación buscando la igualdad en el trato al accionista podremos asegurar una correcta protección al socio minoritario.

El marco normativo viene impuesto por la Directiva, a partir de la cual se concretan y desarrollan ciertos puntos en el TRMV y el Reglamento 1066/2007. Dentro de esta regulación los dos principales problemas identificados en este trabajo proceden, por un lado, del encarecimiento excesivo derivado de la obligación de presentar una OPA sobre la totalidad de los valores de la sociedad y por otro, de la injerencia que en ocasiones se produce en los procesos de adquisición por cuestiones políticas. Sobre estos dos puntos voy a proponer una modificación de la situación actual que a mi juicio mejoraría la posición del accionista minoritario.

a) Obligatoriedad de presentar una OPA sobre la totalidad de los valores

El requisito establecido por el art. 5 de la Directiva por el cual se obliga a presentar una OPA total cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada se justifica por la necesidad de garantizar una igualdad de trato a todos los accionistas. Como ya explicamos anteriormente, al obligar a presentar una OPA, la prima de control se reparte homogéneamente entre todos los valores de la sociedad, evitando así que la prima la reciba exclusivamente el socio mayoritario. Sin embargo, este requisito supone un encarecimiento artificial de las operaciones de adquisición de control, con la consecuencia de que muchas de estas operaciones no se producirán.

Ante esta situación, mi propuesta reside en repartir la prima de control entre todos los accionistas sin encarecer excesivamente la operación. Para ello debemos distinguir los casos en los que se genera dicha prima de control y aquellos en los que no. Cuando un inversor adquiere el control de la compañía a través de adquisiciones en el mercado secundario regulado y abierto a todos los inversores no está pagando un precio superior al de mercado y por lo tanto no se genera una prima sobre el valor de las acciones. Sin embargo, si el adquiriente realiza compras fuera de los mercados regulados, pagará un precio extra al vendedor para convencerle de que venda su participación en la compañía.

Únicamente en este segundo supuesto se genera una prima de control que si no es repartida equitativamente puede contravenir el principio de igualdad de todos los accionistas.

Es por ello por lo que mi propuesta reside en exigir únicamente la formulación de una OPA para aquellos inversores que adquieran el control de la sociedad fuera de los mercados regulados abiertos a cualquier inversor. Por lo tanto, cuando un inversor que adquiera el control de una sociedad cotizada haya comprado más del 5% de sus participaciones a través de compras fuera del mercado regulado durante los 12 meses previos, este quedará obligado a presentar una OPA a todos los accionistas de la sociedad a un precio equitativo (tal y como se define el TRLMV). Esta OPA se deberá dirigir a todos los accionistas, sin embargo, para no encarecer la operación excesivamente, se permitirá la formulación de OPAs parciales (con un límite mínimo del 30% de las acciones de la sociedad), repartiéndose el ofrecimiento de dicha oferta a prorrata entre todos los inversores de la sociedad. Adicionalmente, quedarían excluidos de la obligación de presentar la OPA aquellos inversores que hayan adquirido el control a través de una OPA voluntaria y anterior dirigida al menos al 30% de las acciones.

Para hacer efectiva esta propuesta, se debería modificar la actual Directiva que en su art. 5 establece:

Artículo 5 Directiva. Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo

Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de las sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4 [...]

Dicho artículo modificado siguiendo las pautas mencionadas anteriormente, quedaría como sigue:

Artículo 5 Directiva. Protección de los accionistas minoritarios

Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición fuera de los mercados secundarios oficiales de participaciones que supongan más del 5% del total de valores emitidos por la sociedad, por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en ese momento o durante los siguientes 12 meses en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de las sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará al precio equitativo que se define en el apartado 4 [...]

De esta forma se conseguiría respetar el principio de igualdad de trato entre los accionistas a la vez que se promueve la utilización de las OPAs, garantizando una adecuada transferencia de propiedad de las sociedades cotizadas y un mercado de control eficiente que supervise la gestión de los administradores.

b) Injerencias políticas en el devenir de las OPAs

El segundo problema identificado en la práctica reciente de las OPAs tanto a nivel nacional como europeo es la falta de seguridad jurídica que produce un sistema en el que los requisitos administrativos que pueden bloquear una operación de adquisición (llámese competencia, seguridad nacional u orden público) no están bien definidos en la legislación. Esta incertidumbre regulatoria lleva a una menor presentación de OPAs y a que, aquellas que finalmente son formuladas, puedan quedar bloqueadas por intereses políticos ajenos a los intereses nacionales.

Esta situación podría ser superada a través de normas bien definidas en las que se establezcan claramente las causas de denegación de las OPAs, de forma que el éxito o fracaso de una operación sea previsible con anterioridad a la inspección por parte de los órganos administrativos competentes, haciendo depender de la discrecionalidad o

arbitrariedad política el mínimo número de supuestos posibles y únicamente cuando estos supuestos no hayan podido ser previstos con anterioridad en una norma.

De esta forma, eventualidades como los intereses de seguridad nacional y orden público podrían ser recogidos en la normativa de los diferentes sectores estratégicos como la banca o el sector energético. Será en esta normativa particular de cada sector en la que se establezcan las medidas de protección de los intereses estratégicos nacionales con disposiciones limitadoras de la tenencia de participaciones o del número de votos por parte de inversores extranjeros.

Todo ello debería ir a su vez acompañado de una disposición en la que se establezca el carácter restrictivo de las normas limitadoras de la libre circulación de capitales. Dado que con estas restricciones se está limitando la protección al accionista minoritario, estas restricciones únicamente deberán ser impuestas cuando el interés estratégico nacional realmente lo exija.

Para poner en práctica una reforma que solucione estos problemas se deberían modificar numerosos preceptos de diversas leyes diferentes tanto a nivel nacional como europeo, lo cual excede del propósito y extensión de este trabajo, por lo que en este caso me limitaré a las directrices ya expuestas en este apartado.

VI. CONCLUSIÓN

Me gustaría comenzar la conclusión de este trabajo resaltando la importancia de la función económica de esta figura. Una de las conclusiones principales extraídas al terminar el trabajo es la relevancia del correcto funcionamiento del mercado de OPAs, dado que, particularmente la transferencia de propiedad de sociedades cotizadas, así como el control indirecto de la gestión de las compañías cotizadas son esenciales para que las empresas públicas maximicen su valor tanto para los accionistas como para la sociedad en la que operan.

Esta función económica debe adecuarse a la función jurídica que busca la regulación de la figura de las OPAs. Las OPAs, por lo tanto, deberán formularse bajo la máxima de igualdad de trato entre accionistas. Sin embargo, estos dos objetivos que pueden parecer irreconciliables no son tal, sino que, al contrario, el uno se beneficia del otro. Tal y como he comentado anteriormente, el buen funcionamiento del mercado de OPAs beneficia a todos los accionistas de la sociedad como propietarios de una parte alícuota de la misma. Adicionalmente, la búsqueda de la igualdad de trato entre accionistas que ofrece la regulación ayuda a aumentar la seguridad jurídica y la confianza, lo que atrae mayores inversiones y promueve buenas prácticas de gobernanza y gestión.

Tas el análisis realizado de la regulación vigente y con los objetivos jurídico-económicos mencionados como guía rectora, he detectado lo que en mi opinión son verdaderos mecanismos de protección al accionista eficientes, así como otros que, por el contrario, impiden alcanzar correctamente las funciones económico-jurídicas de la figura. En concreto son:

Mecanismos de protección eficientes: en este punto destacan las medidas defensivas y de neutralización que eliminan los obstáculos que los administradores de una sociedad pueden introducir en una operación de adquisición. Estas medidas, tal y como he comentado en el cuerpo de este trabajo, permiten devolver la soberanía a los accionistas, alejándola de los potenciales abusos de poder del consejo de administración.

Medidas ineficaces: las principales causas detectadas del deficiente funcionamiento del mercado de OPAs son:

- a) La obligación de presentar una OPA sobre el total de los valores de una sociedad cuando se alcanza el control de la misma que, encareciendo dichas operaciones,

dificulta los cambios de propiedad y de gestión eficientes en las sociedades cotizadas.

- b) Normas relativas al interés nacional que carecen de la suficiente concreción y que como consecuencia permiten injerencias políticas en determinados procesos de adquisición.

En definitiva, tras la finalización del presente trabajo he llegado a la conclusión de que, partiendo la regulación de unos principios rectores y fines acertados, determinados medios utilizados para alcanzar dichos fines son inadecuados, razón por la cual he estimado necesaria una reforma de la actual legislación que considero contribuiría a mejorar significativamente la utilización y efectividad de las OPAs.

VII. BIBLIOGRAFÍA

LEGISLACIÓN

Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, 2006

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

Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

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

Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas

Public Law 90-439, 29 de julio de 1968

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

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

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

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

Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía.

Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19

Recomendación de la Comisión de 25 de julio de 1977 (77/534/CEE), en DOCE 20.8.77.

Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

Resolución de 21 de mayo de 2013, sobre la aplicación de la Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición

Securities Exchange Act of 1934, cap. 404, tít. I, sec. 1, 48 stat. 881, 6 de junio de 1934

JURISPRUDENCIA

Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Sala tercera), Procedimiento C-196/07, de 6 de marzo de 2008

INFORMES Y NOTICIAS

Bolsas y Mercados Españoles, “Estadísticas” (disponible en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>; último acceso 24/04/2020)

Boston Consulting Group, “Downturns are a better time for deal hunting”, 2019.

Carbonell, J., Gómez, A. y Garrido, J., “Casi el 66% de la facturación de las cotizadas españolas se hace en el exterior”, *Servicio de estudios BME*, 2016

Casado, R., “La City prevé más opas en España por los precios atractivos de las cotizadas”, *Expansión*, 10 de junio de 2019 <https://www.expansion.com/empresas/2019/06/10/5cfd65a0e5fdea0b058b46e2.html>; último acceso 12/03/2020)

Chamizo, H., “Villar Mir acelera las desinversiones de OHL ante la asfixia de una deuda creciente”, *CapitalMadrid*, 23 de agosto de 2019 (disponible en <https://www.capitalmadrid.com/2019/8/23/53908/villar-mir-acelera-las-desinversiones-de-ohl-ante-la-asfixia-de-una-deuda-creciente.html>; último acceso 12/03/2020)

CNMV (disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=22>; último acceso 12/03/2020)

CNMV (disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/OPA.aspx?numreg=385>, último acceso 15/03/2020)

CNMV, “Las opas: qué son y cómo actuar” (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF; último acceso 4/03/2020)

CNMV, “Notificaciones de derechos de voto e instrumentos financieros” (disponible en <http://www.cnmv.es/portal/consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={f5867886-c3b9-4535-932e-b9a1226df2bd}>}, último acceso 19/04/2020)

CNMV, “Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones”, 2016 (disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P06-OPA-y-excepciones.pdf>; último acceso 13/03/2020)

CNN Money, “Exxon, Mobil in \$80B deal”, 1 de diciembre de 1998 (disponible en <https://money.cnn.com/1998/12/01/deals/exxon/>; última consulta 17/04/2020)

El Mundo, “El pacto del tripartito catalán incluía operaciones como el asalto a Endesa”, 7 de septiembre de 2005 (disponible en <https://e00.elmundo.uecdn.es/quiosco/pdf/septiembre2005/07portada.pdf>; último acceso 29/05/2020)

El País, “Abertis y Autostrade abandonan su proyecto de fusión”, 13 de diciembre de 2006 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2006/12/13/economia/1166149405_850215.html; último acceso 29/05/2020)

El País, “Cronología de la batalla por Endesa”, 25 de julio de 2007 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2007/07/25/empresas/1185530342_850215.html; último acceso 30/05/2020)

García, D. y Garrido, J., “Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas”, *Servicio de estudios BME*, 2019

Landini, F. y Bernabei, S., “Italy's Atlantia joins ACS to end \$22 billion battle for Spain's Abertis”, *Reuters*, 13 de marzo de 2018 (disponible en <https://uk.reuters.com/article/us-abertis-m-a-atlantia-acs-es/italys-atlantia-joins-acs-to-end-22-billion-battle-for-spains-abertis-idUKKCN1GP2R4>; último acceso 11/04/2020)

Lawsky, D. y Schomberg, W., “EU clears Enel-Acciona bid for Endesa”, *Reuters*, 16 de junio de 2008 (disponible en <https://uk.reuters.com/article/us-eu-endesa-takeover/eu-clears-enel-acciona-bid-for-endesa-idUKL164379920080616/>; último acceso 11/04/2020)

Marín del Barrio, J., “Fracasa la opa china sobre la eléctrica portuguesa EDP”, *El País*, 24 de abril de 2019 (disponible en https://elpais.com/economia/2019/04/24/actualidad/1556126876_821972.html; último acceso 3/05/2020)

Martín del Barrio, J., “Portugal se suma a la Ruta de la Seda china”, *El País*, 30 de noviembre de 2018 (disponible en https://elpais.com/internacional/2018/11/30/actualidad/1543571140_201324.html; último acceso 3/05/2020)

Monge, P., “Los Amodio quieren tomar el control de OHL sin lanzar una OPA”, *CincoDías*, 4 de febrero de 2020 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/02/04/companias/1580804534_097427.html; último acceso 23/03/2020)

Morán, C., “OHL hará una ampliación a medida para dar entrada a la familia Amodio”, *Expansión*, 23 de octubre de 2019 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2019/10/23/5db01da8e5fdea3f2f8b4635.html>; último acceso 23/03/2020)

Patiño, M.A., “Arabia Saudí incluye a Repsol en su lista de compras europea”, *Expansión*, 19 de abril de 2020 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/energia/2020/04/19/5e9c7aae468aeb783e8b4573.html>; último acceso 3/05/2020)

Sánchez, C., “Manuel Conthe presenta su dimisión oficial al ministro de Economía”, *El Confidencial*, 24 de abril de 2007 (disponible en

https://www.elconfidencial.com/espana/2007-04-24/manuel-conthe-presenta-su-dimision-oficial-al-ministro-de-economia_532807/; último acceso 30/05/2020)

Sandri, P.M., “Los culpables del fracaso de la fusión de Fiat Chrysler con Renault”, *La Vanguardia*, 7 de junio de 2019 (disponible en <https://www.lavanguardia.com/economia/20190607/462713456710/fracaso-fusion-fiat-renault.html>); último acceso 30/05/2020)

Transactional Track Record, “Iberian Quarterly Report 4Q 2018”, 2019

Verbo, M.L., “Los Amodio se convierten en los mayores accionistas de OHL con la compra de un 16% por 50 millones”, *Expansión*, 21 de mayo de 2020 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2020/05/21/5ec6291be5fdeac3438b457b.html>); último acceso 8/06/2020)

Walton, J., “10 Most Famous Leveraged Buyouts”, *Investopedia*, 15 de enero de 2020 (disponible en <https://www.investopedia.com/articles/markets/111015/10-most-famous-leveraged-buyouts.asp>; última consulta 17/04/2020)

OBRAS DOCTRINALES

Alfaro, J., “Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria”, *Almacén de Derecho*, 9 de enero de 2018 (disponible en <https://almacenederecho.org/puede-regularse-estatutariamente-la-opa-obligatoria/>); último acceso 13/03/2020)

Alonso Ledesma, C., “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital”, 1999, pp. 615-706

Aparicio, C., “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”, *CNMV*, monografía nº 20, 2007

Arruñada, B., “Crítica a la regulación de opas”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 203-4, 1992, pp. 29-67

Arruñada, B., “Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas”, 1991

Austin, D., y Fisherman, J., “The Tender Take-over, Mergers & Acq.”, 1969

Bhagat, S. y Hirshleifer, D., “Do tender offers create value? New methods and evidence”, *Journal of Financial Economics*, 2004, pp. 3-60

Coase, R., “El problema del costo social”, *The Journal of Law and Economics*, 1960, pp. 1-44

Cohen, L., “Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, the Supply of Stock, and Signaling”, *The Journal of Legal Studies*, 19(1), 1990, pp. 113-143

Díez Estella, “El régimen jurídico de las OPAs”, 2015

Enriques, L. y Gatti, M., “Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry”, *European Corporate Governance Institute*, Documento de trabajo n° 264/2014, 2014

Escariz Rancaño, P., “Propuesta de fusión y OPA hostil” (Trabajo de Fin de Grado), *Universidad de la Coruña*, 2018

Fernández-Albor Baltar, A., “Los blindajes en las sociedades cotizadas ¿Defensa del administrador o defensa del accionista?”, 2011

Manne, H. G., “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, vol. 73, n. ° 2, 1965, pp. 110-120.

Hall, R., “United States of America Takeover Guide”, 2014

Jensen, M. C. y Meckling W. H., “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, pp. 305-360.

Licht, A., “Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware’s Entire Fairness Review”, Documento de trabajo n° 439/2019, 2019

Lichtenberg, F. y Siegel, D., “The Effect of Takeovers on the Employment and Wages of Central Office and Other Personnel”, *Bur. Economic Research*, n° 2895, 1989

Mascareñas Pérez-Iñigo, J., *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*, Mc Graw Hill, Madrid, 2011

Puziak, M. y Martyniuk, M., “Defensive strategies against hostile takeovers. The analysis of selected case studies”, *Journal of International Studies*, vol. 5, n° 1, 2012, pp. 60-69

Sánchez-Calero Guilarte, J. y Tapia Hermida, A.J., “Las OPAs en el mercado español (Observaciones a partir de la práctica más reciente)”, *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores*, n° 6, 2002, pp. 66-82

Sánchez-Calero Guilarte, J., “El misterio de las OPAs: realidad, doctrina y regulación”, *Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia*, 2010, pp.741-754

Tapia Hermida, A. J., “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España”, *Universidad Complutense*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil 2008/20, 2008

Tapia Sánchez, M. R., “El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, nº 99, 2015, pp. 59-106