



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**OPA POR TOMA DE CONTROL. SUPUESTOS DE  
DISPENSA Y EXCLUSIÓN DE LA OBLIGACIÓN**

Autor: Marta Rodríguez Morera  
5º E3-C  
Derecho Mercantil

Tutor: Juan Francisco Falcón Ravelo

MADRID

Abril 2021

## **Resumen**

Los cambios de control de las compañías cotizadas son un fenómeno recurrente en los mercados secundarios oficiales. Una de las consecuencias inmediatas de tal cambio es la obligación de formular una OPA dirigida a la totalidad de los valores con derecho de voto en la sociedad y, cuando se lanza tras la toma de control, a un precio reglamentariamente definido. Sin embargo, la salvaguarda del interés público y, en ocasiones, de determinados intereses empresariales en juego, justifica la tipificación de una serie de supuestos que quedan excluidos de la obligación de formular la OPA. Algunos de estos casos se aprecian de forma automática, mientras que otros requieren la previa autorización del organismo supervisor. No obstante, la virtualidad práctica de los supuestos tipificados es cuestionable en la medida en que son contados los casos en los que, en la práctica, la toma de control no lleva aparejado el lanzamiento de una OPA. Aún así, se estudian ocho operaciones que han quedado exceptuadas de la obligación de formular la oferta, desde la entrada en vigor de la vigente normativa, con el propósito de comprender íntegramente el marco legislativo y apreciar la actuación del regulador en el procedimiento. Se concluye, con un análisis de los temas más conflictivos de la normativa vigente y con una llamada a una mayor integración a nivel europeo en la materia.

**Palabras clave:** Oferta Pública de Adquisición, toma de control, derechos de voto, precio equitativo, CNMV, dispensa, exclusión, armonización.

## **Abstract**

Changes of control of listed companies are a recurrent phenomenon in official secondary markets. One of the immediate consequences of such alteration is the obligation to present a takeover bid directed towards all the securities with voting rights in the company and, when the control of the company is achieved, at an equitable price. Notwithstanding, the protection of the public interest and, on occasions, of certain business interests in stake, justify the categorization of cases that are excluded from the obligation of presenting a takeover bid. Some of them are automatically exempted, while others require a prior authorization from the supervisory body. However, the practicality of the classified cases is questionable insofar as there are few cases, in practice, where the acquisition of control does not entail a takeover bid. In spite of this, eight operations that have been exempted from the obligation to present a bid since the enactment of the applicable law, are analyzed in order to entirely understand the regulatory framework of takeover bids in Spain and to appreciate the role of the regulator in the procedure. The study concludes with an examination of the most contentious issues of the current regulation and with a call for greater integration of the rules on the matter at the level of the European Union.

**Keywords:** takeover bid, take of control, voting rights, equitable Price, CNMV, exemption, exclusion, harmonization.

## **Listado de abreviaturas**

BOE: Boletín Oficial del Estado

DOUE: Diario Oficial de la Unión Europea

CEPSA: Compañía Española de Petróleos S.A.

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

IPIC: International Petroleum Investment Company

LMV: Ley del Mercado de Valores

LSC: Ley de Sociedades de Capital

OPA: Oferta Pública de Adquisición

SAREB: Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria

TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea

TRLMV: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

## Tabla de contenidos

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>5</b>
<b>2. REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN</b> .....	<b>7</b>
2.1. REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN LA UNIÓN EUROPA	8
2.2. REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN ESPAÑA .....	11
<b>3. LA OPA POR TOMA DE CONTROL</b> .....	<b>16</b>
3.1. LAS FORMAS DE ADQUIRIR EL CONTROL DE UNA SOCIEDAD COTIZADA.....	16
3.2. LAS LOYALTY SHARES Y SU IMPACTO EN EL CÓMPUTO DE LOS DERECHOS DE VOTO .....	19
3.2.1. <i>Aproximación al concepto de las acciones de lealtad</i> .....	19
3.2.2. <i>Las acciones de lealtad en el marco de una OPA</i> .....	22
3.3. UMBRALES DE CONTROL .....	25
3.4. EL PRECIO EQUITATIVO .....	28
<b>4. LA DISPENSA Y EXCLUSIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR UNA OPA</b> .....	<b>35</b>
4.1. LOS SUPUESTOS DE DISPENSA Y SU FUNDAMENTO .....	35
4.2. LOS SUPUESTOS DE EXCLUSIÓN Y SU FUNDAMENTO .....	37
<b>5. EXCEPCIONES DE OPA APROBADAS DESDE LA ENTRADA EN VIGOR DEL REAL DECRETO DE OPAS</b> .....	<b>49</b>
5.1. AGUAS DE VALENCIA Y SUEZ ENVIRONNEMENT .....	50
5.2. COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE PETRÓLEOS (CEPSA) Y INTERNATIONAL PETROLEUM INVESTMENT COMPANY (IPIC) .....	51
5.3. QUABIT INMOBILIARIA Y GRUPO RAYET .....	52
5.4. CAMPOFRÍO FOOD GROUP Y SMITHFIELD FOODS .....	54
5.5. VUELING AIRLINES E IBERIA, LÍNEAS AÉREAS DE ESPAÑA .....	56
5.6. GAMESA Y SIEMENS .....	57
5.7. METROVACESA Y BANCO SANTANDER.....	59
5.8. SERVICE POINT Y PARAGON .....	61
<b>6. CONCLUSIONES</b> .....	<b>63</b>
<b>7. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>66</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

Al igual que ocurre entre las compañías no cotizadas, los mercados de valores permiten los cambios de control de las compañías que los integran, de conformidad con la naturaleza pública o abierta de las mismas, lo que se facilita aún más en estos casos dada la posibilidad de contratar públicamente sus acciones<sup>1</sup>.

Ante tal eventualidad, y la usual “lejanía” de los accionistas minoritarios respecto de los mayoritarios que ejercen el control, es preciso establecer un mecanismo que proteja la posición de tales accionistas de las compañías cotizadas y les permita participar en condiciones idénticas y transparentes en las operaciones que puedan suponer un cambio en el control de la sociedad. En este contexto, se enmarca el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones.

Una Oferta Pública de Adquisición (OPA) es una operación especial en virtud de la cual una o varias personas físicas o jurídicas ofrecen a una pluralidad de accionistas de una sociedad cotizada la compra de sus acciones, o, en su caso, de otros títulos que permitan adquirirlas, a cambio de un precio, bien cuando aún no se ha adquirido el control de dicha sociedad (OPA voluntaria), bien *a posteriori* cuando ya se haya alcanzado su control (OPA obligatoria). Esta distinción entre OPAs voluntarias y obligatorias resulta relevante pues, como veremos, el régimen y los requisitos de ambas varían, no solo en cuanto al objeto y extensión de la oferta, sino también en lo que se refiere al precio y a las condiciones a las que puede someterse.

En España, esta operación deviene por lo general obligatoria cuando una persona o entidad alcanza una participación de control en una compañía cotizada - umbral que se define legalmente de manera específica a estos efectos - o nombra a más de la mitad de los miembros de su consejo de administración sin OPA previa. La superación de los umbrales de control sin haber lanzado previamente la OPA exige, en general, el

---

<sup>1</sup> Sánchez-Calero Guilarte, J. *El misterio de las OPAs: realidad doctrina y regulación*, Valencia, 2010, p. 16.

lanzamiento posterior de la OPA obligatoria y, en tal contexto, la observancia de unos requisitos mínimos que no resultan de aplicación en las OPAs voluntarias.

No obstante, los sistemas de OPA prevén reglas que eximen de formular la oferta a quien, de otro modo, estaría obligado a ello. Las excepciones se pueden configurar bien mediante la tipificación de una serie de supuestos tasados, bien mediante la conformación de una lista abierta de casos y la concesión de un margen de discrecionalidad al ente regulador.

El legislador español optó por la adopción de un sistema de *numerus clausus* a través de la reglamentación de un catálogo de excepciones y la concesión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de meras facultades de supervisión del procedimiento y de autorización en determinados de supuestos<sup>2</sup>.

Quizá la opción por la estricta tipificación de los supuestos de excepción es una de las razones por las que frente a las 82 OPAs presentadas en España entre 2007 y 2020, apenas se han registrado 8 operaciones en las que la CNMV ha exceptuado la formulación de una oferta obligatoria<sup>3</sup>.

Con todo, es preciso señalar que el número de OPAs sufrió un importante descenso a consecuencia de la crisis financiera de 2008 debido a la reducción del crédito disponible y a la escasez de liquidez en las empresas<sup>4</sup>. Este escenario de recesión impulsó procesos de reestructuración en un gran número de empresas, en su mayoría entidades financieras, en el marco de los cuales suelen adoptarse acuerdos de refinanciación. En este sentido, cabe señalar que, al estar prevista la exclusión de la obligación de formular una OPA cuando se adquiere el control de una empresa en crisis como resultado de una capitalización de créditos o de su adjudicación por un organismo legalmente establecido, en los años posteriores a la crisis, aumentaron las excepciones a la formulación de una OPA obligatoria.

---

<sup>2</sup> López, M. F. “Algunas manifestaciones de la potestad directora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”. *Revista de administración pública*, n. 130, pp. 387-422.

<sup>3</sup> El número de OPAs autorizadas y de supuestos dispensados y excluidos se ha obtenido a partir de los datos proporcionados por la CNMV en su página web, concretamente en: <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/ListaOPAS.aspx?fechaDesde=01/01/2007&fechaHasta=01/01/2020>

<sup>4</sup> Sánchez-Calero, Guilarte, J., *Op. cit.* p. 9.

El objetivo de este trabajo es el estudio de los criterios que hacen surgir la obligación de formular una OPA, así como el análisis de los supuestos en los que, cumpliéndose los presupuestos desencadenantes de tal deber, la persona física o jurídica que pretende tomar o que efectivamente toma el control de una sociedad cotizada obtiene una dispensa de la CNMV o queda eximido de formular una oferta. A través de un examen pormenorizado, se pretenden extraer conclusiones sobre la racionalidad de cada uno de los supuestos tipificados.

Con el fin de cumplir los objetivos marcados, se llevará a cabo una investigación inductiva centrada en la revisión de la doctrina y de los cuerpos legales, europeos y estatales, para la completa comprensión del objeto de estudio y la formulación de una aportación personal fundada y crítica.

El presente trabajo se ha estructurado en cuatro partes. La primera consiste en el análisis exhaustivo del régimen jurídico de las OPAs, partiendo de la explicación del proceso legislativo llevado a cabo hasta llegar a la normativa vigente para acabar describiendo las notas caracterizadoras de esta. En la segunda, se procede al estudio de los umbrales de toma de control de una sociedad cotizada y del régimen jurídico las ofertas voluntarias y obligatorias. En la tercera, se definen los supuestos dispensables y excluidos de una OPA, tanto desde un punto de vista teórico como práctico, con el propósito de dilucidar los fundamentos en los que se basan los casos tipificados. La cuarta y última parte, contiene una conclusión sobre el objeto de estudio y sobre las pretensiones de una mayor armonización legislativa a nivel europeo.

## 2. REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

El régimen de las OPAs se reglamentó por primera vez en España en 1980 y, desde entonces, ha sido abundante la normativa promulgada tanto a nivel nacional como comunitario. Con el propósito de establecer el marco normativo que regula una OPA, se procederá a continuación al examen de su legislación en el ámbito de la Unión Europea y de España.

## 2.1. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en la Unión Europea

La integración de empresas europeas, con la pretensión de aumentar su negocio, solvencia y competitividad, se presenta como uno de los medios más idóneos para fortalecer la posición de la Unión Europea en los mercados de capitales exteriores<sup>5</sup>. En este sentido, se entiende que se produce una concentración intracomunitaria de empresas “*cuando tenga lugar un cambio duradero del control como consecuencia tanto de la fusión de dos o más empresas o partes de empresas anteriormente independientes como de la adquisición de participaciones en el capital o la compra de elementos del activo de empresas*”<sup>6</sup>.

Así las cosas, el avance en la construcción de un Mercado Único Europeo pronto requirió la aprobación de una regulación armonizada de las Ofertas Públicas de Adquisición que promoviese y facilitase dichas operaciones, especialmente, en el ámbito transfronterizo.

Con este objetivo, se aprobó 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 «Directiva de OPAs»), un cuerpo normativo que debía transponerse a los ordenamientos nacionales en el plazo máximo de dos años.

No obstante, la formulación de este texto se vio obstaculizada tanto por la ausencia de regulación de estas operaciones en los ordenamientos jurídicos de varios Estados Miembros, como por la disparidad de regímenes entre los que sí la recogían. Ante tales dificultades, fueron necesarios 20 años de trabajo hasta llegar a la vigente Directiva.

Es preciso remontarse al informe del profesor Pennington<sup>7</sup> de 1974 sobre las OPAs y las tomas de control de las sociedades cotizadas para localizar el antecedente inmediato del primer anteproyecto de la Directiva.

---

<sup>5</sup> Tapia Hermida, A. J., *El régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*, Madrid, 2008, pp. 6-9.

<sup>6</sup> Artículo 3, Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas (DOUE 29 de enero de 2004).

<sup>7</sup> El profesor Pennington dirigió el trabajo que la Comisión Europea encargó a un grupo de expertos, en 1974, sobre la regulación de las OPAs y las tomas de control en cada uno de los Estados Miembros con el fin de proponer un borrador de Directiva. Se inspiró, principalmente, en la normativa británica y francesa. El documento elaborado fue: Pennington, R. *Report on Takeovers and other bids. XI/56/74-E*, 1974.



En 1985, el Libro Blanco de la Comisión para la Consecución del Mercado Interior, impulsó la propuesta de decimotercera Directiva en materia de sociedades, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, que se aprobó en 1989. Sin embargo, la rigidez y el escaso margen de adaptación concedido a los Estados Miembros, condujeron a su fracaso. Por ello, la nueva propuesta de 1996 se limitó a establecer unos principios básicos que debían ser desarrollados por los países europeos. No obstante, este giro tampoco prosperó ya que el texto ni siquiera obtuvo la aprobación del Parlamento Europeo.

Finalmente, el Informe Winter<sup>8</sup> y la propuesta de directiva de la Comisión de 2002 constituyeron el precedente de la Directiva de OPAs en la que se concede libertad a los Estados Miembros para adecuar el texto a su tradición jurídica y a su estructura empresarial, a través de excepciones y cláusulas de inaplicación.

La principal novedad del vigente texto normativo europeo es la configuración de un sistema de OPA obligatoria *a posteriori*, total y a un precio equitativo. En primer lugar, explica que la obligación de lanzar una OPA no surge tanto por la intención del oferente de adquirir el control, sino precisamente por alcanzar el umbral previsto, haciendo surgir la necesidad de un reparto equitativo de la prima de control entre todos los accionistas de la sociedad afectada<sup>9</sup>. En segundo lugar, exige que la OPA se dirija a la adquisición de todos los valores de la sociedad afectada, eliminando de esta forma la formulación de ofertas parciales. En tercer lugar, se establece un precio equitativo que despliega un efecto redistributivo a favor de los accionistas minoritarios<sup>10</sup>. Junto a estas tres notas caracterizadoras, es preciso subrayar la reducción de las posibilidades de reacción del órgano de administración de la sociedad afectada ante las ofertas formuladas.

---

<sup>8</sup> Informe de la comisión de expertos designada por la Comisión Europea para la reforma y modernización del Derecho Societario en Europa, publicado el 4 de noviembre de 2002. El informe se llamó Winter, en honor al presidente de dicha comisión, el holandés Jaap Winter. En The High Level Group of Company Law Experts, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002.

<sup>9</sup> Cfr. De Cárdenas Smith, C. “Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.5, 2009, p. 6.

<sup>10</sup> Mosca, C. “Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge edge Between Tenured Voting and Takeover Law”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, vol.8, n.2, 2019, p. 273.

A pesar de la laxitud otorgada a los Estados Miembros al proceder a la transposición, la Directiva de OPAs recoge 6 principios básicos<sup>11</sup> que son de obligatoria observancia:

1. El principio de igualdad de trato persigue la protección de los intereses de los titulares de valores de las sociedades cotizadas y, en especial, los de los accionistas minoritarios, cuando una persona o entidad adquiere el control de una compañía cotizada.
2. El principio de información busca que los titulares de valores de la sociedad afectada dispongan de tiempo e información suficiente para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa. Para garantizarlo, se fija legalmente el contenido mínimo del folleto y de la publicación de la oferta.
3. El principio de defensa de los intereses de la sociedad afectada y de los accionistas requiere que el órgano de administración actúe en todo momento en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y que se abstenga de llevar a cabo actos que puedan obstaculizar el desarrollo de la oferta.
4. El principio de transparencia de los mercados resulta exigible toda vez que la formulación de una oferta suspende la negociación de los valores afectados por la misma durante el periodo de tiempo que media desde que la CNMV recibe la solicitud hasta la publicación de la oferta.
5. El principio de garantía de la oferta está orientado a asegurar que el oferente podrá cumplir con las obligaciones resultantes de la OPA.
6. El principio de funcionamiento de la sociedad afectada garantiza que sus actividades no se vean obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una OPA.

---

<sup>11</sup> Rico Carrilo, M. *El control jurídico de las OPAs: La Legislación española frente a la Directiva 2004/25/CE*. Madrid, pp. 7-9.

Por último, la norma comunitaria prevé el nombramiento, en cada uno de los Estados Miembros, de organismos encargados de la autorización y supervisión de las Ofertas Públicas de Adquisición.

La adaptación de la legislación española al nuevo sistema europeo de OPAs se produjo con la aprobación de la Ley 6/2007 del Mercado de Valores y del Real Decreto 1006/2007. Ambos textos se explicarán a continuación.

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

Desde 1980, el Derecho español ha regulado las OPAs de valores, mayoritariamente, por medio de Reales Decretos y de la Ley del Mercado de Valores. Los antecedentes inmediatos del sistema vigente son el texto inicial de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto 1197/1991. El régimen anterior establecía el sistema de OPA para toda persona física o jurídica que quisiera adquirir una participación significativa en una sociedad cotizada y permitía que la oferta se dirigiese a la totalidad o solo a una parte del capital social de la sociedad afectada. En definitiva, contemplaba una OPA voluntaria, *a priori* y parcial.

A través de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1998, 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 (en adelante «LMV») se introdujo en nuestro ordenamiento jurídico el régimen de la Directiva 2004/25/CE (en adelante, «Directiva de OPAs»), complementado posteriormente por el Real Decreto Legislativo 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante «Real Decreto de OPAs»). No obstante, la Ley 24/1998 del Mercado de Valores, según había quedado modificada por la referida Ley 6/2007, ha sido finalmente derogada por el 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»).

La transposición de la Directiva comunitaria supuso un cambio disruptivo en la legislación española sobre las Ofertas Públicas de Adquisición por la conversión de un sistema de OPA voluntaria, *a priori* y parcial a un régimen de OPA obligatoria, *a posteriori* y total.

Aun así, la vigente directiva deja un amplio margen a los Estados Miembros en algunos aspectos del régimen jurídico de estas operaciones, pues los criterios y los umbrales de la toma de control, así como el sistema de exención, entre otros, se determinarán en cada uno de los ordenamientos estatales.

También se concede libertad a los Estados Miembros para designar al ente supervisor competente. En España, el papel se ha asignado a la CNMV, en virtud de sus funciones de garantizar la transparencia en los mercados reguladores, la libre formación de los precios y la protección de los inversores. Este organismo se encarga de autorizar o denegar las OPAs obligatorias y voluntarias, así como de la concesión de dispensas y excepciones a la obligación de formular la OPA cuando se den determinadas circunstancias<sup>12</sup>.

Explicada la base sobre la que se asienta la legislación española vigente en materia de OPAs, resulta oportuno determinar su ámbito de aplicación. Así, el Real Decreto de OPAs rige, generalmente, las ofertas sobre sociedades cuyas acciones estén, total o parcialmente, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España. No obstante, se contempla la extensión de esta norma a supuestos en los que la sociedad no tiene su domicilio social en España o sus valores no están admitidos a negociación en nuestro país, siempre que no concurren ambas condiciones simultáneamente. También se aplicará a aquellas sociedades que tengan su domicilio social en un Estado Miembro distinto de España, pero sus acciones no coticen en dicho estado. En este último caso, se exigirá que las acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español, o que su primera admisión a negociación haya sido en un mercado regulado español, o que, habiendo sido admitidas en dos mercados secundarios oficiales al mismo tiempo, la sociedad haya decidido y

---

<sup>12</sup> CNMV, “Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones (P06)”, 2016 (disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P06-OPA-y-excepciones.pdf>; última consulta 19/1/2021).

notificado, el primer día de negociación de los valores, que estos coticen en el mercado regulado español. La pluralidad de escenarios contemplados encuentra su justificación en la, cada vez mayor, dimensión transfronteriza de las OPAs.

Conviene insistir en que, en todos los supuestos, la sociedad afectada deberá ser una compañía cotizada, incluyendo en tal categoría tanto a las sociedades cuyas acciones estén, total o parcialmente, admitidas a negociación en una bolsa de valores, como a aquellas respecto de las que se haya producido la solicitud de admisión a negociación de su capital en un mercado secundario oficial, no siendo, sin embargo, suficiente con que el órgano competente de la sociedad afectada haya adoptado el acuerdo de presentar dicha solicitud.

A pesar de que la legislación española, en línea con las directrices europeas, aboga por un sistema de OPA obligatoria, el Real Decreto de OPAs también contempla las ofertas de carácter voluntario. La racionalidad de estas últimas se basa bien en la intención de un inversor, persona física o jurídica, de adquirir un número adicional de valores de una compañía cotizada (i) cuando aún no ha alcanzado el control de una sociedad a efectos de OPA, y aún en el caso de que no pretenda conseguir dicho control con el lanzamiento de la OPA voluntaria, o incluso (ii) en supuestos en los que ya tenía el control de la sociedad pero puede libremente incrementar su participación en la misma sin tener que formular una OPA obligatoria.

Ahora bien, la oferta voluntaria también puede ser un medio para adquirir una participación de control de una sociedad cotizada, pues, como ha quedado apuntado ya, la nota esencial que distingue las OPAs voluntarias de las obligatorias radica en si la oferta se formuló antes o después de adquirir el control, respectivamente.

En tales casos, además, en el supuesto de que la OPA voluntaria que hubiera conducido a la toma de control de la sociedad en cuestión se hubiera dirigido a la totalidad de las acciones, o bien se formuló a un precio equitativo – en lo términos que se explicarán más adelante – o bien hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen más del 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido – excluyendo a estos efectos los votos ya en poder del oferente o los de los accionistas con lo que el oferente hubiere llegado a un acuerdo en relación con la citada OPA -, entonces no resultará obligatoria la

formulación de una posterior OPA si el oferente que ya hubiera adquirido el control, en las condiciones señaladas, tuviera la intención de incrementar o reforzar ese control mediante la adquisición de acciones adicionales. Este supuesto se analizará con mayor detalle al estudiar los supuestos excluidos de la formulación de una OPA obligatoria.

La oferta voluntaria deberá anunciarse tan pronto como se decida su ejecución y, en ese momento, comenzará el proceso. Sin embargo, este podrá quedar sin efecto si, transcurrido el plazo de aceptación, no se hubieran cumplido las condiciones a las que se hubiera sometido la oferta que, recordemos, gozan de una flexibilidad inexistente en las OPAs obligatorias. En este supuesto, las personas o entidades que hubieran recibido documentos acreditativos de la titularidad de los valores entregados por los aceptantes estarán obligadas a su devolución. Cabe señalar, además, que la oferta podrá modificarse siempre que se introduzca un trato más favorable para los destinatarios de la misma.

Así las cosas, las diferencias entre las OPAs obligatorias y las voluntarias se pueden resumir en las siguientes:

1. La OPA obligatoria se contempla como un procedimiento establecido en beneficio de los accionistas minoritarios que busca garantizar la participación de estos en el reparto de la prima prevista para los grandes paquetes accionariales, mientras que la voluntaria limita el principio de igualdad de trato de los accionistas a aquellos a los que va dirigida la oferta una vez esta se produce<sup>13</sup>.
2. La posibilidad de someter la oferta a condiciones. Esta facultad no se prevé en las ofertas obligatorias, pero sí en las voluntarias que podrán condicionarse a la aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales, a la aceptación de la oferta por un número mínimo de valores o a la aprobación por la junta general de la sociedad oferente, entre otras.
3. La exigencia de formular la OPA a un precio equitativo recae sobre las ofertas obligatorias, pero no sobre las voluntarias.

---

<sup>13</sup> Vives Ruiz, F., “Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades”, *La Sociedad Cotizada*. Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, 2006, p. 607.

4. La contraprestación de la OPA obligatoria puede consistir en efectivo, en valores o en una combinación de ambas, pero siempre deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación equivalente en efectivo<sup>14</sup>. Esta exigencia no será necesaria cuando la oferta voluntaria se estructure como un canje de valores.
5. La posibilidad de formular una OPA parcial. Mientras se permite que la oferta voluntaria se dirija solo a una parte de los valores de la sociedad afectada, una de las implicaciones de la OPA obligatoria es, precisamente, la exigencia de dirigir la oferta al 100% de los valores de la sociedad cotizada.

Por tanto, podríamos decir que la principal ventaja de la oferta voluntaria frente a la obligatoria versa sobre su mayor flexibilidad, al poder someter la primera a condiciones o formularla a precio distinto del equitativo, entre otras. Y ello por el solo hecho de haber formulado la oferta antes de adquirir el control de la sociedad cotizada, en lugar de después.

La clasificación que distingue las OPAs obligatorias de las voluntarias es la única prevista en el Real Decreto de OPAs, no obstante, encontramos numerosos criterios que permiten distinguir unas ofertas de otras. Así, atendiendo a los potenciales conflictos de intereses entre el oferente y la sociedad afectada, podemos diferenciar las ofertas amistosas de las hostiles<sup>15</sup>. Asimismo, debemos incluir en el catálogo dos supuestos en los que es la propia sociedad la que realiza la OPA y en los que, aun siendo obligatoria su formulación, las singularidades de sus procedimientos exigen un tratamiento diferenciado al de la OPA obligatoria por toma el control. Nos referimos a las ofertas por exclusión y las ofertas por reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias. Por último, atendiendo a diversos enfoques, podemos clasificar estas operaciones en nacionales o internacionales, totales o simples, puras o condicionadas, revocables o irrevocables.

---

<sup>14</sup> Uría Menéndez, *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*, Madrid, 2007, p. 134.

<sup>15</sup> Martín Cabrejas, A., *OPA en la legislación y en la práctica*, Valladolid, 2016, p.12.

### 3. LA OPA POR TOMA DE CONTROL

#### 3.1. Las formas de adquirir el control de una sociedad cotizada

Queda obligado a promover una OPA quien adquiere, en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial u otros valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a su suscripción o adquisición; y de esta forma, llega a alcanzar el control de una compañía cotizada.

A los efectos señalados, se contemplan tres formas de alcanzar el control de una sociedad cotizada:

1. Mediante la adquisición de acciones u otros valores que, confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad cotizada en cuestión. A estos efectos, no se tendrán en cuenta las obligaciones convertibles o canjeables mientras no se conviertan o canjeen en acciones.
2. Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores de la compañía cotizada.
3. Como consecuencia de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas reglamentariamente establecidos.

El artículo 4 del Real Decreto de OPAs contempla dos casos en los que una persona física o jurídica adquiere una participación de control de forma directa:

1. Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, límite que no resultaba de aplicación antes de la admisión a negociación de los valores de la sociedad o con anterioridad a la normativa vigente de OPAs.

Para el cómputo de los derechos de voto a los efectos señalados se tendrán en cuenta tanto los que sean de la titularidad dominical del adquirente, como los que



disfrute en concepto de usufructo, prenda o por cualquier otro título de naturaleza contractual. Adicionalmente, se le atribuirán los derechos de voto que ostenten otras sociedades de su mismo grupo, los miembros de sus órganos de administración y los de las sociedades de su grupo; los pertenecientes a un tercero, cuando sean ejercidos de manera libre y duradera en virtud de un poder específico, así como los correspondientes a las acciones poseídas por persona interpuesta.

El porcentaje deberá calcularse sobre la base de todas las acciones que lleven aparejados derechos de voto, incluso cuando los tengan suspendidos e incluyendo a las acciones sin voto cuando gocen de él. Sin embargo, sí que se excluirán del cómputo las acciones que pertenezcan directa o indirectamente a la sociedad afectada, esto es, su autocartera.

2. Cuando, a pesar de haber alcanzado un porcentaje de derechos de voto inferior al 30%, tenga la facultad de designar un número de consejeros que representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad, dentro de los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición de los valores. Para alcanzar el citado umbral se tendrán en cuenta los consejeros que, en su caso, ya hubiera designado con anterioridad.

Se presume *iuris tantum* que el consejero ha sido nombrado por el titular de la participación o por una sociedad de su mismo grupo, cuando el administrador es o ha sido, en los 12 meses anteriores a su designación, consejero, alto directivo, empleado o prestador no ocasional de servicios al titular de la participación o a sociedades de su grupo. También en los casos en los que no se hubiese podido adoptar el acuerdo de nombramiento sin los votos a favor del titular de la participación o de los consejeros designados con anterioridad por dicho titular; cuando el nombrado es el propio titular de la participación y cuando en la documentación o información pública de la sociedad o del titular de la participación, este último asuma que el consejero ha sido designado por él.

A estos dos supuestos, debemos añadir el régimen especial previsto para aquel que, a 13 de agosto de 2007, ostentase, directa o indirectamente, una participación igual o superior al 30% e inferior al 50% de los derechos de voto de una sociedad cotizada, siempre que

la persona adquiera acciones de la sociedad hasta incrementar su participación en al menos un 5% en un periodo de 12 meses o alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50%; o adquiera una participación adicional y designe, en los siguientes 24 meses, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiere designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración.

Sin embargo, el control de una compañía cotizada no se alcanza únicamente de forma directa e inmediata, sino que es posible que una persona física o jurídica lo obtenga de forma indirecta o sobrevenida, esto es, cuando la transacción llevada a cabo con los valores de la sociedad no tenía por objeto adquirir el control de la misma. La toma de control sobrevenida o indirecta se contempla legalmente en cinco supuestos:

1. Cuando una sociedad se fusiona o adquiere el control de otra que, aunque no sea una compañía cotizada o no esté domiciliada en España, participa, directa o indirectamente, en el capital de una tercera sociedad, que sí es cotizada; de tal forma que, como consecuencia de la fusión o toma de control, la primera sociedad alcanza directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto superior al 30% en esta tercera sociedad. En consecuencia, la primera sociedad deberá presentar una OPA, directamente, sobre la sociedad con la que se fusiona o de la que adquiere el control e, indirectamente, sobre la tercera sociedad cotizada.
2. Cuando, por medio de una reducción de capital acordada en una sociedad cotizada, alguno de sus accionistas puede llegar a alcanzar el control de la misma. Sería el supuesto, por ejemplo, de una reducción de capital no proporcional que afectara a un grupo de accionistas y no a otro y en la que, como consecuencia de la disminución del porcentaje de participación de los segundos, el porcentaje de los primeros supere el 30% de los derechos de voto de la sociedad.
3. Cuando, el canje, la conversión o la suscripción de acciones de una compañía cotizada en virtud de los valores o instrumentos financieros que conceden derecho a ello, suponga que algún accionista alcance un porcentaje de derechos de voto que implique el control de la sociedad.

4. Cuando las variaciones en la autocartera de una sociedad cotizada lleven a algún accionista a alcanzar un porcentaje de derechos de voto superior al 30%. En relación con este punto, hay que recordar que las acciones que pertenezcan, directa o indirectamente, a la sociedad afectada no han de tenerse en cuenta para calcular la base de derechos de voto sobre los que se ha de computar ese 30%.
5. Una entidad financiera, o no financiera, alcanza el control de una sociedad cotizada de forma indirecta o sobrevenida cuando, en cumplimiento de un compromiso o contrato de aseguramiento de una emisión o de una oferta pública de venta de valores de una sociedad cotizada, supere el umbral del 30% de los derechos de voto.

Estos supuestos de adquisición del control de forma sobrevenida o indirecta se encuentran en estrecha conexión con las acciones de lealtad o *loyalty shares* por tratarse de situaciones en las que un accionista puede hacerse de manera sobrevenida con el control de una sociedad cotizada, a pesar de no haber llevado a cabo actuación alguna que manifieste su voluntad en tal sentido.

### **3.2. Las loyalty shares y su impacto en el cómputo de los derechos de voto**

#### *3.2.1. Aproximación al concepto de las acciones de lealtad*

Con el objetivo de dar respuesta a las propuestas de la Comisión Europea en la Comunicación “*Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo. Un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*”<sup>16</sup>, se promulgó la Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (en adelante, «Directiva 2017/828»).

---

<sup>16</sup> Comisión Europea, “Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo. Un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas. 2012 (COM 12 de diciembre de 2012).

En ambos casos, las instituciones europeas perseguían reformar el marco legislativo comunitario relativo al gobierno corporativo para adaptarlo a la práctica actual y fomentar la participación de los accionistas en determinadas decisiones de la sociedad con ánimo de dejar atrás el cortoplacismo asociado, en muchas ocasiones, a la propiedad de acciones en una sociedad<sup>17</sup>.

La Directiva 2017/828 ha sido transpuesta recientemente al ordenamiento jurídico español en virtud de la Ley 5/2021, de 12 de abril (en adelante, «Ley 5/2021»), por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Una de las novedades más relevantes introducidas por la citada Ley 5/2021, entre otras, es la original figura en nuestro Derecho de las acciones de lealtad, no previstas expresamente en la Directiva 2017/828.

Las acciones de lealtad suponen una matización adicional al principio “una acción, un voto”<sup>18</sup>, aplicable en nuestras sociedades anónimas con carácter general, pues se trata de acciones que conceden el doble de los derechos de voto a los accionistas que permanezcan en el accionariado de una sociedad cotizada más de dos años consecutivos, o el periodo mayor que se establezca en los estatutos, siempre que la sociedad cotizada en cuestión así lo decida (sistema “opt-in”). El propósito de esta alteración es potenciar la implicación a largo plazo de los accionistas en la gestión de las compañías cotizadas, y, en especial, de los minoritarios, pues su participación en la sociedad suele calificarse como “pasiva”.

En este sentido, las acciones de lealtad nos recuerdan a las participaciones sociales con voto plural. Sin embargo, la semejanza entre ambas figuras no es absoluta porque,

---

<sup>17</sup> Herrero Morant, R. “El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas a raíz de la Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2007/35/CE”, *La Ley Mercantil, Sección Sociedades*, n. 35, 2017, p.4.

<sup>18</sup> Artículo 96.2 y 188.3 del Real Decreto Legislativo 1/2010 (BOE 3 de julio de 2010) (“*En la sociedad anónima, los estatutos podrán fijar con carácter general, el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, sin perjuicio de la aplicación a las sociedades cotizadas de lo establecido en el artículo 527.*”). Y en dicho artículo 527 se reafirma la posibilidad de limitar, con carácter general, el número máximo de votos en las sociedades cotizadas, sin perjuicio de que se establezca la neutralización de dicha limitación en general si en el contexto de una OPA el oferente alcanza un porcentaje igual o superior al 70% del capital con derecho de voto.

mientras las primeras persiguen reforzar la posición de los accionistas más antiguos para promover una visión a largo plazo de los intereses sociales y tratar de erradicar estrategias de inversión cortoplacistas y, en ese contexto, facilitar incluso que el control de la sociedad pueda ser ejercido por los accionistas que hayan demostrado un mayor compromiso, las participaciones sociales con voto múltiple traen como resultado la concentración de la capacidad de decisión en los socios fundadores o “estratégicos”. Adicionalmente, las *loyalty shares* no se configuran como una clase distinta de acciones, sino que se conciben más como una “recompensa” a los titulares de las acciones ordinarias, sin cambiar la condición ni la naturaleza de estas. Se trata, en definitiva, de una prerrogativa rogada, esto es, el voto doble se limita a las acciones concretas que el accionista en cuestión señale de manera expresa y el cómputo de tenencia solo comienza cuando se solicite la inscripción de las mismas en el Libro Registro especial de Acciones con voto doble. Además, el accionista puede renunciar a dicha prerrogativa en cualquier momento y, en todo caso, la previsión del voto doble por lealtad, que deber ser incorporada en los estatutos, debe así mismo, ser renovada a los cinco años desde su aprobación.

Ahora bien, no debemos pensar que la alteración de la proporcionalidad en el voto produce una vulneración del principio de igualdad de trato entre los accionistas ya que todos ellos tendrán derecho a obtener el voto doble si permanecen, al menos, dos años, o el periodo mayor fijado en estatutos, en la sociedad cotizada, en relación con las acciones que cumplan con esa antigüedad. De todas formas, para evitar discrepancias, las sociedades cotizadas que aprueben el régimen de acciones de lealtad deben incluir en su página web, en cada momento, información actualizada sobre el número de acciones con voto doble existente, así como la referencia a las acciones inscritas pendientes de que se cumpla el periodo de lealtad fijado en estatutos.

Además, es preciso señalar que la implantación de las *loyalty shares* requiere el voto favorable de, al menos, el 60% del capital presente o representado en junta en primera convocatoria, o el 75% del capital presente o representado en segunda convocatoria. Sin perjuicio de que los estatutos sociales puedan elevar las mayorías y quórumos previstos. Obtenido el visto bueno de la junta, los votos adicionales por lealtad computarán a efectos del cálculo de los quórumos y mayorías necesarias para la aprobación de los acuerdos. No obstante, si en algún momento la sociedad quisiera eliminar las acciones con voto doble,

lo que solo puede ocurrir una vez transcurridos diez años desde su aprobación, para la adopción del acuerdo correspondiente no se tendrán en cuenta los derechos de voto dobles. Por otro lado, la transmisión de las acciones que cuenten con este privilegio no conllevará la enajenación de este último, salvo en casos puntuales.

Así las cosas, a pesar de que las acciones de lealtad persiguen el fin último de premiar la fidelidad a la sociedad y de garantizar el futuro de la misma, evitando los posibles efectos indeseados consecuencia de estrategias cortoplacistas orientadas a la obtención de beneficios inmediatos y a la asunción de riesgos, la duplicación de los derechos de voto puede obstaculizar la adopción de decisiones en la sociedad o, incluso, no resultar del todo beneficiosa para los accionistas cuando se den determinadas circunstancias.

Respecto de la primera consecuencia, el Banco de España ha recomendado el uso cauteloso de este tipo de acciones, especialmente en los contextos de recapitalización, ya que las acciones de lealtad pueden suponer un obstáculo a la entrada de nuevos accionistas. No obstante, la CNMV ha impulsado su implantación con el fin de situar el régimen societario español al nivel de algunos países de nuestro entorno, pues Italia y Francia ya han adoptado mecanismos similares. En relación con la segunda consecuencia, nos referimos tanto al obstáculo que el voto adicional por lealtad puede suponer para el que pretende tomar el control de una sociedad cotizada como a la eventualidad de que alguno de los socios se vea obligado a lanzar una OPA como consecuencia del aumento de su porcentaje de voto. El análisis de estos dos últimos supuestos se abordará a continuación.

### *3.3.2. Las acciones de lealtad en el marco de una OPA*

Como se acaba de exponer, cabe pensar en dos situaciones en las que las *royalty shares* pueden tener un protagonismo especial dentro de la toma de control de una sociedad cotizada.

En primer lugar, las acciones de lealtad se han llegado a concebir como mecanismos anti-OPA ya que, desde el momento en el que a cada unidad de nominal le deja de corresponder la misma capacidad de voto, se fortalece la posición en la sociedad de los accionistas minoritarios históricos, lo que perjudica al inversor que quiere adquirir el control de la compañía. Y es que la introducción de las acciones de doble voto no ha

venido acompañada de una modificación de los porcentajes de participación significativa, como sí ha ocurrido en Italia, por ejemplo<sup>19</sup>. Así, el derecho societario italiano ha establecido diferentes porcentajes dependiendo del tamaño de la sociedad y de su estructura de capital<sup>20</sup>.

En este contexto, la Directiva de OPAs exige en su artículo 11 que, a la hora de votar los acuerdos sobre medidas defensivas en la junta de la sociedad afectada por la OPA, se seguirá un estricto principio de proporcionalidad. Concretamente, reza: “*Los valores con derechos de voto múltiple conferirán un solo voto en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa*”. No obstante, como se ha explicado con anterioridad, las acciones de lealtad no se incluyen en la categoría de acciones con voto múltiple, por lo que los accionistas minoritarios sí que podrían llegar a obstaculizar la toma de control de la sociedad.

En segundo lugar, al beneficiarse del régimen del voto doble, un accionista se puede ver, sin embargo, en la obligación de tener que formular una OPA, dirigida a toda la sociedad y a un precio equitativo, por haber superado el umbral del 30% del capital con derecho de voto. No obstante, el socio que ha visto aumentada su potencia de voto por permanecer dos años - o más, según se determine en estatutos - en la sociedad cotizada en cuestión, no tendrá que lanzar una OPA si enajena, en los tres meses siguientes, el número de acciones necesario para reducir su participación por debajo de dicho porcentaje. Observamos aquí la aplicación analógica del procedimiento previsto para los casos de toma de control sobrevenida de una sociedad cotizada. También cabría pensar en la posibilidad de que los socios renunciasen, anticipadamente, a los derechos de voto por lealtad para evitar alcanzar una participación significativa o que simplemente apliquen el régimen a parte de sus acciones y no a todas las que tengan en la sociedad.

De esta forma, se podría exigir al socio que prevé que va a superar el umbral de derechos de voto como consecuencia de la atribución de votos adicionales, la reducción de su

---

<sup>19</sup> Vid. Gandía, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge núm. 91, de 24 de junio”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, n. 65, 2016, p. 183.

<sup>20</sup> Fedderke, J.W. y Ventoruzzo, M. “The Biases of an 'Unbiased' Optional Takeovers Regime: The Biases of an 'Unbiased' Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge” *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper* n. 304/2016; *Penn State Law Research Paper* n. 17-2015.

participación en la sociedad antes de que trascorra el periodo de dos años de permanencia. Esta posibilidad permitiría al accionista sortear la formulación de una OPA obligatoria al mismo tiempo que mantiene el máximo de derechos de voto posible. Otra alternativa sería otorgar a cada uno de los accionistas la facultad de decidir, con anterioridad a la concesión de las acciones de lealtad, sobre su recepción.

En todo caso, cabe incidir en que la Ley 5/2021 supedita la concesión y el ejercicio del voto de lealtad al mantenimiento ininterrumpido por parte del accionista de las acciones de su titularidad durante al menos dos años, o el periodo superior establecido estatutariamente, desde la inscripción en el libro registro especial, esto es, se exige una actuación positiva del accionista para que las acciones de lealtad desplieguen sus efectos<sup>21</sup>.

Ahora bien, el legislador no ha especificado si dicho periodo de titularidad ha de comenzar a computarse desde la aprobación de la inclusión de las acciones de lealtad en la sociedad o desde un momento anterior, previsto estatutariamente, por ejemplo. No obstante, parece que lo más acorde sería que los dos años empezaran a contar desde la adopción del acuerdo de la junta general.

En suma, las acciones de lealtad se prevén como una solución a las dificultades relacionadas con el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas y dan cumplimiento a las mayores exigencias de compromiso e intervención de los accionistas en las decisiones societarias. Pues, debido a la imposibilidad de monetizar el aumento de los derechos de voto concedidos por las acciones de lealtad, ya que estos se disuelven al transmitir la participación, una razón por la que los socios perciben este beneficio radica en su interés real de asistir a la junta general de accionistas.

Por último, puede resultar cuestionable la inclusión de los derechos de voto en el cálculo del umbral relevante a efectos de OPAs, pues la obtención de una participación significativa por la adquisición de acciones no es estrictamente comparable a la

---

<sup>21</sup> Signes, J., “Las acciones de lealtad en el Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital”, Cuatrecasas, Madrid, 2020 (disponible en <https://blog.cuatrecasas.com/mercado-de-valores/acciones-de-lealtad-anteproyecto-ley-se-modifica-ley-sociedades-capital/>; última consulta 28/12/2020).



superación de dicho umbral por la obtención de derechos de voto adicionales. Este segundo escenario no solo es menos estable, sino que, además, mantiene inalterado el número de acciones disponibles en el mercado para cualquier interesado en ampliar su participación<sup>22</sup>.

### **3.3. Umbrales de control**

Los umbrales de control previstos en el Real Decreto de OPAs - ostentar el 30% de los derechos de voto o designar a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad - difieren de los contemplados en el Código de Comercio y en el TRLMV.

Estos dos últimos textos legislativos presumen que existe control cuando una sociedad posea la mayoría de los derechos de voto de otra, tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros de su órgano de administración, pueda disponer de la mayoría de sus derechos de votos o haya designado a la mayoría de los miembros del órgano de administración que desempeñen su cargo en el momento en el que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente posteriores.<sup>23</sup>

Cuando se dé alguna de las anteriores situaciones, se considerará que existe un grupo de sociedades en el que la entidad que ostente el control recibirá la calificación de dominante y las demás, de dependientes. A efectos de determinar el control, a los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán los que posea a través de otras sociedades dependientes o a través de personas que actúen en su propio nombre, pero por cuenta de la dominante o de otras dependientes.

No obstante, como se ha indicado, el criterio adoptado por el Real Decreto de OPAs para determinar cuándo se alcanza el control de una sociedad cotizada es distinto y quizá más severo, pues no se exige que el oferente alcance la mayoría de los derechos de voto de

---

<sup>22</sup> Mosca, C. *Op. cit.* p. 274.

<sup>23</sup> Artículo 42, Real Decreto, de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de comercio (BOE 16 de octubre de 1885).

una sociedad cotizada, sino que bastará con que adquiriera el 30%, para que se considere que ha tomado el control y, en consecuencia, tenga que formular una oferta obligatoria.

También cabe precisar que el control de una sociedad cotizada no se alcanza exclusivamente a través de la adquisición de acciones admitidas a negociación, sino que el Real Decreto de OPAs prevé expresamente que se alcance mediante la adquisición de “*otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad*”.<sup>24</sup> Por tanto, se deberán tener en cuentas las acciones, los títulos de valores, los instrumentos financieros, así como los instrumentos derivados sobre ellos.

La Junta de Normas Internacionales de Contabilidad define los derivados financieros como “*instrumentos financieros cuyo valor cambia en respuesta a las variaciones en el precio de un activo subyacente y cuyas obligaciones contractuales tienen un vencimiento futuro*”.

Bajo el amplio abanico de los derivados financieros encontramos los *swaps*, los futuros, las opciones y los préstamos de valores, entre otros. Si bien el análisis de estos instrumentos excede del objeto del presente trabajo, es necesario tener en cuenta el papel protagonista de los derivados en las tomas de control de sociedades cotizadas, pues se trata de medios efectivos por los que una persona o entidad puede alcanzar el umbral relevante a efectos de OPA.

En todo caso, tanto en las tomas de control directas como en las indirectas, la participación de control de una sociedad cotizada se puede alcanzar por una persona o entidad individualmente o actuando, en concierto, con otras. Así, puede suceder que dos o más personas acuerden obtener, de forma conjunta, el control de una sociedad cotizada a través de uno de los supuestos expuestos. Ahora bien, solo cuando el pacto parasocial verse sobre la forma de gestionar la estructura del órgano de administración de la sociedad, la designación de sus cargos o el establecimiento de un sistema de mayorías reforzadas, se considerará que existe un concierto relevante a efectos de OPA. En estos supuestos, estará obligado a formular la oferta el accionista que haya alcanzado mayor

---

<sup>24</sup> Artículo 3, Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).

porcentaje o, si los porcentajes coincidieran, en varios accionistas, deberán hacerlo todos ellos conjuntamente.

La persona o personas que adquieran el control de una sociedad cotizada deberán hacer pública dicha circunstancia inmediatamente y comunicarla a la CNMV, publicándose dicho anuncio en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores y en un periódico de difusión nacional. A continuación, se solicitará a la Comisión la correspondiente autorización, ajustándose al modelo previsto en la Circular 8/2008, de 20 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores, y acompañando la solicitud con la documentación acreditativa de la decisión de promover la oferta y del folleto explicativo. El plazo para presentar la solicitud empezará a contar desde la publicación del anuncio sobre la adquisición del control directa o indirectamente, que será de tres meses o un mes, respectivamente. El organismo autorizante, decidirá, dentro de los 20 días hábiles siguientes a la recepción de la solicitud, si acepta o deniega la autorización<sup>25</sup>.

Esta comunicación preceptiva es complementaria del deber previsto en el artículo 175 TRLMV, en virtud del cual, los accionistas, los titulares de otros valores e instrumentos financieros que atribuyan derechos de voto sobre sociedades cotizadas y los propietarios de instrumentos derivados sobre aquellos, deberán comunicar sus operaciones cuando los derechos de voto en su poder alcancen, superen o se reduzcan por debajo de los porcentajes considerados como participación significativa (en concreto, tales porcentajes de derechos de voto son: 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 50 %, 60 %, 70 %, 75 %, 80 % y 90 %)<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> CNMV (2016). *Op. cit.* p.4.

<sup>26</sup> Artículo 23.1 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (BOE 20 de octubre de 2007): “*El accionista que adquiera o transmita acciones que atribuyan derechos de voto de un emisor para el que España sea Estado de origen, cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, deberá notificar al emisor y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando, como resultado de dichas operaciones, esa proporción alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales del 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 50 %, 60 %, 70 %, 75 %, 80 % y 90 %.*” Asimismo, se prevé el deber de notificar los mismos porcentajes respecto de otros sujetos y en otros supuestos en los artículos 24-27 del referido Real Decreto 1362/2007.

La comunicación prevista en el TRLMV deberá efectuarse tanto a la CNMV como a la sociedad emisora de los valores. Además, las participaciones se deberán incluir en el informe de gestión de la sociedad cotizada. Ahora bien, las participaciones significativas pueden llegar a resultar en detrimento de la gestión y de la situación financiera de las sociedades cotizadas. De darse alguna de estas inconveniencias, la CNMV podrá suspender los derechos políticos correspondientes a las participaciones o, excepcionalmente, revocar la autorización.

### **3.4. El precio equitativo**

Alcanzado el umbral de control sin haber lanzado previamente la OPA, lo más relevante es la necesidad, con carácter general, de formular una oferta obligatoria dirigida a la totalidad de los valores y a un precio equitativo.

Efectivamente, la OPA deberá dirigirse a todos los titulares de acciones u otros valores que confieran derecho de voto en la sociedad cotizada. Se incluye en este grupo a los accionistas sin voto que tengan, sin embargo, en su caso, ese derecho en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, a los titulares de derechos de suscripción de acciones y a los titulares de obligaciones canjeables o convertibles en acciones.

Asimismo, la oferta obligatoria habrá de formularse a un precio equitativo, esto es, a un precio determinado de una manera objetiva en función de determinados parámetros establecidos legalmente, lo que contrasta con las OPAs voluntarias, en las que el oferente tiene cierta discrecionalidad para fijar el precio al que se lanza su OPA. Se entiende que el precio es equitativo cuando, entre otras condiciones, no sea inferior al precio más elevado que haya acordado o pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante los doce meses anteriores al anuncio de la OPA<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> Artículo 9, Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).

La regulación del precio equitativo ha sido uno de los aspectos más controvertidos en el proceso de armonización de la normativa europea en materia de OPAs. Desde que surgió la idea, en el informe del profesor Pennington, ha sido constante el enfrentamiento entre dos posturas. Por un lado, los que defendían que se fijara como el precio máximo pagado por el oferente en un periodo de tiempo previo a la oferta y por otro, los que abogaban por establecer una serie de criterios objetivos de valoración del importe.

Finalmente, resultó elegida la primera opción por garantizar en mayor medida la distribución de la prima de control a los accionistas minoritarios y dotar de mayor seguridad al oferente en relación con el precio de la OPA<sup>28</sup>.

Ahora bien, en el caso de que el oferente no haya realizado adquisición alguna en el periodo señalado en la normativa de cada uno de los Estados Miembros, el límite mínimo del precio equitativo se fijará de conformidad con las reglas previstas para las OPAs de exclusión. Sin que, en ningún caso, se admita la formulación de precios distintos o la concesión de cualquier tipo de ventaja a determinados accionistas, en perjuicio de los demás.

El artículo 9 del Real Decreto de OPAs fija como periodo de referencia los doce meses anteriores al anuncio de la oferta, si la oferta es voluntaria, o a la superación del umbral de control, en el caso de la oferta obligatoria. No obstante, el importe podrá ajustarse al alza en el caso de que el oferente, o las personas que actúen en concierto con él, compren valores a un precio mayor, entre el anuncio de la oferta y su aceptación. En consonancia, siempre que suponga una mejora, el precio de la OPA podrá modificarse en cualquier momento anterior a los últimos cinco días previos a la finalización del plazo de aceptación de la oferta. Dicha modificación quedará sujeta a la autorización de la CNMV que podrá ampliar el plazo de aceptación de la oferta, así como exigir al oferente mayores garantías.<sup>29</sup> Asimismo, se prevén circunstancias adicionales en las que la CNMV podrá modificar el precio.<sup>30</sup>

---

<sup>28</sup> Carretero, E. “El precio equitativo en la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores” *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N. 17, Sección Análisis, 2015, Editorial La Ley, p. 5.

<sup>29</sup> Uría Menéndez, *Op. cit.* p. 36-38.

<sup>30</sup> El artículo 9.4 del Real Decreto 1066/2007 establece las circunstancias en las que la CNMV podrá modificar el precio calculado.

El artículo 9 también establece, en su apartado segundo, una serie de reglas para determinar el precio equitativo en seis supuestos concretos:

1. Cuando la compraventa se realice en ejecución de un derecho de opción de compra, se sumará al precio la prima del derecho de opción que se hubiera pactado.
2. Cuando el derecho de opción sea de venta, se restará la prima pactada del precio equitativo.
3. Cuando se trate de instrumentos financieros derivados, el precio será el del ejercicio más las primas satisfechas para la adquisición del derivado.
4. Cuando se calcule el precio en relación con varias operaciones, se aplicará el más elevado al que haya cruzado operaciones el oferente.
5. Cuando la adquisición de valores tenga lugar mediante el canje o conversión, el precio se calculará como la media ponderada de los precios de mercado de los valores en la fecha de adquisición.
6. Cuando la adquisición incluya alguna compensación adicional al precio pagado o acordado o cuando se haya convenido un diferimiento en el pago, el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte, incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación o al pago diferido.

Como se ha indicado con anterioridad, en aquellos casos en los que el precio no pueda determinarse con arreglo a la regulación prevista sobre el precio equitativo, será precisa la utilización de una serie de criterios objetivos de valoración. La Directiva de OPAs se limitó a enunciar una serie de métodos a título ejemplificativo, encargando a los Estados Miembros su ordenación.

Así, el Real Decreto de OPAs incluye en su artículo 10.5 un catálogo de métodos de valoración con arreglo a los cuales podrá determinarse el precio de la oferta, sin establecer ninguna prelación entre ellos. Únicamente se exige la justificación, en el informe de

valoración, de la relevancia otorgada a cada uno de ellos y del precio resultante. Sin que, en ningún caso, “*el precio ofrecido pueda ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos del apartado quinto*”.

Los métodos de valoración contemplados para la oferta de exclusión que podrían resultar de aplicación en una OPA son:

1. El valor teórico contable de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado: resulta de la diferencia entre el valor de los activos y los pasivos u obligaciones exigibles, dividido entre el número de acciones emitidas por la sociedad. El Real Decreto de OPAs exige que se extraiga el valor en libros de las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros. Por tanto, el valor resultante indicará lo que la empresa vale contablemente en un momento determinado, sin realizar estimaciones futuras y sin tener en cuenta los resultados de la sociedad, será un valor estático. Por ello, no se considera uno de los métodos más idóneos para determinar el valor de una sociedad cotizada.
2. El valor de liquidación de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado: valor obtenido por una empresa en el caso de cese de su actividad, tras vender sus activos, saldar sus deudas y satisfacer sus gastos de liquidación. Al valorar la sociedad en una situación de disolución, el importe obtenido será, probablemente, humilde, por lo que el Real Decreto de OPAs excluye la utilización de este criterio de valoración cuando “*fuera a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos*”. El valor de liquidación es también estático ya que no solo omite el valor de mercado, los resultados y las proyecciones futuras de la compañía, sino que, además, no incorpora el valor generado por la continuidad de la actividad empresarial.
3. La cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión: media de los precios diarios ponderados por el volumen de las sesiones en que se hubieran negociado. Al tomar en consideración, en exclusiva, la valoración bursátil de los títulos,

frecuentemente asociada a la volatilidad e incertidumbre, puede no tratarse de un criterio de valoración completamente fiable. En todo caso, para que el método pueda utilizarse para determinar el precio de una OPA, el horizonte temporal previsto - “*semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión*” - deberá sustituirse por el semestre anterior al anuncio de la oferta voluntaria o al momento en el que se alcanzó el control de una sociedad cotizada, en el caso de las OPAs obligatorias.

4. Otros métodos de valoración aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional: el Real Decreto de OPAs incluye, a título de ejemplo, el descuento de flujos de caja, así como los múltiplos de compañías y transacciones comparables.

El descuento de flujos de caja permite estimar el valor actual de los flujos de caja libres<sup>31</sup> generados por una compañía en el futuro y del valor terminal, ambos descontados al coste medio ponderado del capital<sup>32</sup>. Es uno de los métodos más utilizados para determinar el valor de las compañías porque tiene en cuenta la evolución futura de la empresa, asumiendo que su actividad se va a desarrollar en condiciones semejantes a las actuales. Por ello, es especialmente conveniente cuando se analiza el valor de entidades con negocios estables y predecibles.

Los métodos de valoración por múltiplos están basados en las cuentas de resultados de las empresas y permiten comparar los valores o las transacciones de una compañía con los de otras comparables. Algunos de los más utilizados son el PER<sup>33</sup> o el EV/EBITDA<sup>34</sup>. Estos ratios suponen una auténtica alternativa de valoración, principalmente cuando las proyecciones de los resultados de una empresa obtenidas con otros métodos dinámicos, como el descuento de flujos de caja, no son del todo fiables. Ahora bien, la sencillez de las magnitudes que toman

---

<sup>31</sup> El flujo de caja libre es el dinero disponible que tiene una empresa para hacer frente al pago de la deuda pendiente o para poder pagar dividendos o a sus socios.

<sup>32</sup> El coste medio ponderado de capital, más conocido como WACC, por sus siglas en inglés, es el coste de la deuda financiera y de los fondos propios de una sociedad, teniendo en cuenta su tamaño relativo.

<sup>33</sup> El PER indica el número de años que tardaría una empresa en recuperar la inversión realizada. Se calcula dividiendo el precio de la acción entre el beneficio por acción de la sociedad en cuestión.

<sup>34</sup> El *Enterprise Value* (EV) es el valor de mercado de los activos de una empresa y el EBITDA es el beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, que permite conocer la rentabilidad de una empresa.



en cuenta aconseja combinar estos métodos de valoración con otros más sólidos. Asimismo, su aplicación se condiciona a la existencia de un número considerable de empresas comparables.

La elección de uno u otro método no está exenta de discrepancias, si bien deberá elegirse aquel que mejor refleje el valor de la compañía, pues el objetivo último debe ser fijar un precio adecuado que el obligado a formular la OPA tendrá que ofrecer. Dado que se trata de un juicio subjetivo, técnico y no exento de debate, es habitual que al informe de valoración de los administradores se adicione otro de un experto independiente, elegido por el órgano de administración de la sociedad.

En relación con la intervención de un experto independiente, la Sentencia del Tribunal Supremo 3977/2020, en el marco de la OPA de exclusión de Fomento de Construcciones y Contratas sobre Cementos Portland Valderrivas, analizó el posible conflicto de intereses por la designación del Banco Santander, agente global de financiación de Fomento de Construcciones y Contratas, como experto independiente.

Al respecto, la Abogacía del Estado, en representación de la CNMV, negó la existencia de un conflicto de intereses *“toda vez que a quien la ley exige la presentación del informe es a los administradores de la sociedad, no a los expertos que pudieran haber intervenido en su realización y son aquéllos los que asumen la responsabilidad por el contenido del informe”*. Así las cosas, la valoración realizada por un experto independiente, no eximirá de responsabilidad a los miembros del órgano de administración de la sociedad.

En esta sentencia también fue objeto de controversia el papel de la CNMV, pues el recurrente consideraba que el ente supervisor debería haber propuesto el método del valor teórico contable de la compañía, en lugar del descuento de flujos de caja, método este último escogido por el Banco Santander. La respuesta del supremo tribunal se resume en las siguientes líneas: *“La CNMV podrá pedir cuantas aclaraciones considere oportunas en el examen de la solicitud de autorización de la OPA, sin que esté contemplado en la legislación vigente que la CNMV esté facultada para exigir la utilización de un método de valoración concreto en el informe de valoración”*.

En este contexto, cabe hacer referencia a las facultades conferidas a la CNMV en relación con la fijación del precio equitativo. El apartado cuarto del artículo 5 de la Directiva de OPAs señala que *“los Estados Miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio (...) en circunstancias y según criterios claramente determinados”*. Así, la Directiva de OPAs confiere un cierto margen de apreciación a los Estados Miembros para definir los supuestos en los que sus autoridades supervisoras podrán modificar el precio equitativo, siempre que las circunstancias estén claramente delimitadas. Para la elaboración de esta lista de casos, los Estados Miembros podrán tener en cuenta los supuestos establecidos, a título de ejemplo, en el referido artículo de la Directiva de OPAs, incluyéndolos en un marco legal claro y vinculante.

Ahora bien, la Sentencia del TJUE de 20 de julio de 2017, precisó al respecto que *“estos requisitos no pueden interpretarse en el sentido de que exigen que una norma que utilice un concepto jurídico abstracto mencione los distintos supuestos concretos en los que podrá aplicarse, ya que el legislador no puede determinar por anticipado todos estos supuestos”*.

En cualquier caso, debemos considerar que las facultades de la CNMV se circunscriben a la aprobación o denegación del precio determinado por el órgano de administración de la sociedad en el informe de valoración, conforme a las reglas previstas en la normativa europea y española aplicable, sin que, en ningún caso, pueda la autoridad supervisora fijar el precio de la OPA.

La contraprestación fijada podrá consistir en efectivo, en valores o en una combinación de ambas. No obstante, cuando se opte por el pago con valores, se deberá ofrecer, al menos como alternativa, una contraprestación en efectivo, como mínimo, equivalente financieramente al valor del canje ofrecido.

En este contexto, cuando una persona o entidad obtenga una participación significativa en el capital de una compañía cotizada, quedará obligada a formular una oferta por la totalidad de los valores de dicha sociedad y a un precio equitativo, en el plazo de 1 mes, si se ha tomado el control de forma directa e inmediata, o de 3 meses, si se ha adquirido de manera indirecta o sobrevenida.

#### 4. LA DISPENSA Y EXCLUSIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR UNA OPA

Es conveniente matizar que no en todos los casos en los que se cumplen los presupuestos recogidos en el Real Decreto de OPAs para que devenga obligatorio el lanzamiento de una OPA, el adquirente llega finalmente a tener que formularla. Tampoco se produce la formulación en todos los supuestos de oferta voluntaria en los que se adquiere el control como consecuencia de la correspondiente operación de adquisición o concentración.

Se trata de los supuestos de dispensa y exclusión. En relación con los primeros, la CNMV tiene la facultad de dispensar a la persona que ha adquirido, o que pretende adquirir, el control de una sociedad cotizada de su obligación de formular una OPA, siempre que se cumplan las condiciones legalmente previstas y previa solicitud de esta. En cuanto a los segundos, la mayoría de los supuestos excluidos conllevan la exención inmediata de la obligación de formular la oferta en virtud de una previsión normativa expresa, pues el pronunciamiento de la CNMV se exige únicamente en dos casos.

##### **4.1. Los supuestos de dispensa y su fundamento**

El Real Decreto de OPAs concede a la CNMV la posibilidad de dispensar a quien alcanza el control de una sociedad cotizada de su obligación de formular una OPA, atendiendo a las circunstancias del caso concreto, teniendo en cuenta las condiciones que la norma prevé y previa solicitud del interesado.

Concretamente, se podrá solicitar la dispensa cuando se alcance un porcentaje de derechos de voto superior al 30% si otra persona o entidad, individual o conjuntamente con las personas que actúan en concierto con esta, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al del obligado a formular la oferta. Es requisito necesario para la concesión de la dispensa que dicha persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la del accionista que hubiera sido dispensado.

El adquirente, para ser dispensado de su obligación, deberá dirigir la correspondiente solicitud a la CNMV, junto con el acuerdo de solicitud de la dispensa y la restante

documentación complementaria, al mismo tiempo que la notifica a la sociedad afectada<sup>35</sup>. Recibida la solicitud, el organismo contará con un plazo de diez días hábiles para comunicar su decisión motivada al interesado, a la sociedad afectada y para publicarla en su página web. La resolución podrá consistir en la denegación o autorización de la dispensa, pudiendo, no obstante, perderse la concesión en caso de variación de las condiciones que la justificaron.

En el caso de que la CNMV no conceda la dispensa y el interesado haya adquirido el control de la sociedad, este se verá obligado a formular una OPA dirigida a la totalidad del capital de la sociedad afectada y a un precio equitativo, a no ser que, en el plazo de 3 meses, proceda a la enajenación del número de valores necesario para reducir su participación por debajo del 30% de las acciones con derecho de voto, o a la resolución del pacto parasocial o acuerdo en cuya virtud haya alcanzado el porcentaje que supone el control de la sociedad cotizada. Entre tanto, el obligado no podrá ejercer los derechos de voto que excedan de dicho umbral.

El fundamento de los supuestos susceptibles de dispensa radica, por tanto, en el hecho de que, a pesar de que se supera el umbral de derechos de voto que supone la toma de control de una sociedad, realmente no se produce alteración alguna en la unidad de control de la compañía cotizada, toda vez que otra persona o entidad, tiene una participación mayor en la sociedad que la de la persona física o jurídica que estaría obligada a formular la oferta. Ello justifica, además, que el mantenimiento de la dispensa se haga depender de la existencia de una participación superior a la del beneficiario de la dispensa.

Así las cosas, podríamos equiparar el supuesto en el que una persona o entidad alcanza una participación inferior a la de otro inversor o aquel en el que se produce una redistribución de los derechos de voto, pues en ninguno de los dos casos cambia la unidad de control de la sociedad cotizada.

Adicionalmente, el someter la dispensa a la previa autorización de la CNMV se concibe como una garantía de la salvaguarda de los derechos de los accionistas minoritarios, pues

---

<sup>35</sup> CNMV (2016). *Op. cit.* pp. 5-6.

el interés privado de estos solo se sacrificará cuando el organismo supervisor considere que debe primar la dispensa de la obligación.

#### **4.2. Los supuestos de exclusión y su fundamento**

Los supuestos excluidos encuentran su razón de ser en una serie de reglas que eximen de la obligación de formular una OPA a quien, de otra forma, estaría obligado a ello. En algunos casos, la excepción opera de manera automática, mientras que otros se someten a la previa decisión del ente regulador.

La Directiva de OPAs otorgó libertad a los Estados Miembros para decidir entre la adopción de un sistema de *numerus apertus* o de *numerus clausus* en lo que a los supuestos de exención se refiere. La legislación española ha optado por esta última posibilidad al recoger un catálogo de supuestos de exclusión en el Real Decreto de OPAs, concediendo a la CNMV reducidas facultades discrecionales<sup>36</sup>.

Con el objetivo de comprender los vigentes supuestos excluidos y su fundamento, es necesario hacer un recorrido de la normativa española en materia de OPAs.

El Real Decreto 1848/1980 reguló, por vez primera en nuestro país, las OPAs de valores, pero sin incluir un catálogo de excepciones. El subsiguiente Real Decreto 279/1984 introdujo, en su disposición final primera, dos excepciones relativas a las adquisiciones realizadas por los Fondos de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios y cajas de ahorros, en cumplimiento de las funciones que se les atribuyen legalmente; y a las adquisiciones de valores mobiliarios entre entidades de derecho público y sociedades estatales.

Uno de los mayores avances en este ámbito se consiguió con el Real Decreto 1197/1991 que incluyó cuatro supuestos de exclusión, distinguiendo aquellos que encontraban su justificación en razones de interés general de los que buscaban la protección de los intereses privados de los accionistas. La norma española se inspiró a tales efectos en la

---

<sup>36</sup> Uría Menéndez. *Op. cit.* p.41.

Propuesta Modificada de Decimotercera Directiva de 20 de septiembre de 1990 que contenía un catálogo de excepciones que los Estados Miembros podían ampliar mediante la concesión a sus entes supervisores de facultades discrecionales, siempre que estuvieran debidamente motivadas. No obstante, España optó por la configuración de un sistema profundamente reglamentado y restrictivo que no otorgaba margen de decisión a la autoridad reguladora.

Otro paso importante se dio con el Real Decreto 437/1994 que amplió la excepción relativa a las adquisiciones realizadas por los Fondos de Garantía de Depósitos para comprender aquellos supuestos en los que el Fondo realizara adjudicaciones a favor de terceras partes siempre que, a juicio de la CNMV, la exclusión fuera conveniente para garantizar la viabilidad financiera de la operación de saneamiento.

Esta inclusión fue motivada por la decisión del Banco de España de intervenir Banesto en diciembre de 1993. Con el fin de sanear la entidad, se acordó una reducción de capital y un simultáneo aumento para que el Fondo de Garantía de Depósitos suscribiese la mayoría de sus acciones. Reestructurada la entidad, se adjudicó en subasta al Banco de Santander en 1994. Si bien el Fondo gozaba de la exención de formular una OPA en el momento de adquirir su participación mayoritaria, de no haberse aprobado la reforma, el Banco de Santander se habría visto obligado a formular la oferta cuando se le adjudicó Banesto.

En este sentido, la exposición de motivos del Real Decreto 437/1994 justificaba explícitamente el sistema de excepciones introducido con las siguientes líneas: *“se ha entendido que el interés general en hacer viables las operaciones de saneamiento de entidades en crisis debe prevalecer sobre el interés privado de los accionistas de estas de extender las obligaciones de adquisición del adjudicatario y obtener de él una eventual prima de control, interés privado que debe entenderse cumplidamente satisfecho con el propio establecimiento de la solvencia de la entidad en crisis”*.

Más recientemente, el Real Decreto 432/2003 introdujo tres novedades. En primer lugar, la posibilidad de que los accionistas que tuvieran el control conjunto de una sociedad pudieran disminuir, transitoriamente, su participación por debajo del umbral de participación significativa y, posteriormente, recuperar dicho porcentaje sin ser ya

necesario el lanzamiento de una OPA. En segundo lugar, derogaba la previsión que autorizaba a la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos a eximir de la obligación de formular la oferta cuando se produjera una adquisición como consecuencia de la ordenación o reestructuración de sectores económicos. En tercer lugar, incluyó una excepción para facilitar las llamadas “operaciones de salvamento” de las compañías cotizadas en situación de crisis empresarial, a cuyo estudio se procederá al analizar los supuestos de exclusión tipificados.

En 2007, se aprobó el régimen de OPAs de valores vigente en la actualidad y recogido en el Real Decreto de OPAs. La modificación más relevante de este cuerpo normativo fue quizás la concesión de un mayor margen de discrecionalidad a la CNMV, pues ya no solo se preveía su intervención en cuestiones de mero procedimiento, sino que se le otorgaron facultades de decisión en dos supuestos de exclusión concretos. Aun así, no se trata de un cambio significativo, toda vez que las potestades del ente supervisor se circunscriben a la mera valoración de si concurren o no las circunstancias que permiten la exención, sin que la CNMV pueda configurar, en ningún caso, el supuesto de hecho.

De los múltiples criterios para clasificar las excepciones a la obligación de formular una OPA, se ha elegido aquel que tiene en cuenta la dimensión temporal de la exclusión para separar las excepciones en dos grandes grupos. El primero lo conforman las excepciones temporales que gozan de tal carácter por el hecho de que la suspensión del deber de formular la oferta se extiende durante un plazo de tres meses desde que se alcanza el control. Sucede en los casos de adquisición del control de forma indirecta o sobrevenida, así como en los supuestos de pérdida o denegación de la dispensa solicitada a la CNMV. El segundo grupo lo conforman, por contraposición, las excepciones definitivas que pueden estar, a su vez, sujetas, o no, a la al pronunciamiento del organismo autorizante.

En relación con las excepciones de orden temporal, no será obligatoria la formulación de una OPA cuando concurren determinadas circunstancias en los casos de toma de control indirecta o sobrevenida. Así, en tales casos, podrá obtenerse el beneficio de la excepción si, en el plazo de tres meses, se deshace la situación de control, esto es, se procede a la enajenación de los valores necesarios para reducir el exceso sobre los porcentajes de voto y, entre tanto, no se ejercen los derechos políticos que excedan del porcentaje del 30%.

La mencionada enajenación deberá realizarse cuando se dé cualquiera de las cinco situaciones siguientes: (a) fusión o toma de control, (b) reducción de capital, (c) canje, conversión o suscripción de valores, (d) comunicación por la sociedad de las variaciones en su autocartera o, (e) cierre de la emisión.

En estos cinco supuestos, el oferente, y quienes actúen en concierto con él, deberán anunciar si optan por lanzar una OPA o por reducir su participación por debajo del 30% de las acciones con derechos de voto, siempre que no haya transcurrido más de tres meses desde la adquisición y no se hayan ejercido los derechos de voto correspondientes a los valores que superen dicho umbral.

Tampoco será obligatoria la formulación de una OPA cuando nos encontremos ante una de las excepciones consideradas como definitivas. El artículo 8 del Real Decreto de OPAs recoge los casos que quedan excluidos de la formulación de una OPA, aun cuando se supere el 30% de la participación en una sociedad cotizada.

El fundamento de las excepciones tipificadas obedece a razones bien de interés público o general, bien de innecesaria protección de los intereses privados de los titulares de valores que el mecanismo de la OPA está destinado a proteger. Estos intereses se pueden concretar en dos: el reparto equitativo de la prima de control y la posibilidad de salir de la sociedad en caso de cambio de control<sup>37</sup>.

Los siete supuestos contemplados en el artículo 8 del Real Decreto de OPAs son:

1. Las operaciones realizadas por los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito; el Fondo de Garantía de Inversiones, el Consorcio de Compensación de Seguros, y otras instituciones similares legalmente establecidas en cumplimiento de sus funciones. Se incluyen en este supuesto, desde el Real Decreto 437/1994, las adquisiciones adjudicadas por dichos organismos a terceras sociedades, cualquiera que sea el porcentaje de voto resultante a favor de estas últimas.

---

<sup>37</sup> Cfr. De Cárdenas Smith, C. p. 2.



Puede resultar dudosa la inclusión de las Cajas de Ahorros y de las Cooperativas de Créditos entre los citados organismos en la medida en que estas entidades no son sociedades anónimas y, por consiguiente, no cotizan en una bolsa de valores ni pueden ser objeto de una OPA. No obstante, sí que pueden tener una participación en otras sociedades cotizadas y, por ello, susceptibles de ser objeto de una oferta.

El fundamento de la exclusión radica, por tanto, en el hecho de que dichas adquisiciones y adjudicaciones no se llevan a cabo con el ánimo finalista de tomar el control de la sociedad cotizada sin más, sino con el propósito de salvaguardar el interés general o lograr la viabilidad de las medidas de saneamiento impuestas a las entidades en crisis.

2. Las operaciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa y las que se deriven del ejercicio de facultades de Derecho público por las autoridades competentes. Como ejemplo paradigmático, podemos hablar de la expropiación del Grupo Rumasa en 1983 justificada en razones de interés social y utilidad pública. Este *holding* estaba formado por más de 230 empresas, algunas de las cuales eran sociedades cotizadas y, sin embargo, no devino obligatoria la formulación de una OPA.
3. La venta o permuta de todas o parte de las acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad, así como la renuncia a su venta o permuta en régimen de OPA, siempre que hayan sido acordadas por todos los titulares de valores de la sociedad afectada de manera unánime. Se exige, además, un acuerdo simultáneo relativo a la exclusión de negociación de los valores de los mercados secundarios oficiales.

Esta excepción ya se preveía en el Real Decreto 1197/1991, no obstante, la vigente normativa ha extendido el ámbito subjetivo de la disposición para incluir, junto con los accionistas, a los titulares de obligaciones convertibles o canjeables en acciones de la sociedad afectada, excluyendo, por tanto, únicamente, a los titulares de obligaciones simples o de valores distintos de los anteriores. También se ha

flexibilizado su ámbito objetivo al permitir que la venta o permuta puedan versar sobre todos o parte de los valores de la sociedad afectada.

Ahora bien, cabe precisar que la venta, la permuta y la renuncia surgen de negocios privados entre los titulares de los valores y el adquirente, en los que para nada interviene la sociedad cotizada. Aun así, parece que lo más conveniente es obtener el acuerdo unánime en el seno de una junta y no individualmente de cada uno de los titulares. No es exigible, sin embargo, que la junta haya de estar convocada al efecto, pudiendo llegar a dicho acuerdo en una junta universal o general ya que la exigencia de que se apruebe en junta encuentra su fundamento, principalmente, en el deber de proteger a los titulares de los valores, garantizando derechos como el acceso a la información sobre la propuesta de acuerdo, en idénticas condiciones y en el mismo momento en el que se proporciona al resto de los titulares<sup>38</sup>.

Tampoco queda exenta de debate la exigencia de acordar, simultáneamente a la venta, permuta o renuncia, la exclusión de negociación de los valores de la sociedad en los mercados regulados en los que estén admitidos. No obstante, la imposición queda atenuada por dos motivos. En primer lugar, no se exige la unanimidad para adoptar el acuerdo social de exclusión, siendo suficiente con la obtención de una mayoría de votos. En segundo lugar, los acuerdos entre el comprador y los transmitentes o renunciantes suelen incorporar cláusulas que obligan a los socios a acordar la exclusión.

4. La conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, sin que sea necesario que esté en concurso, siempre que el propósito de la operación sea garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad.

No obstante, en este supuesto la exención no opera automáticamente, sino que será necesario que la CNMV acuerde que no es exigible la OPA dentro de los 15 días siguientes a la presentación de la solicitud de excepción por la persona

---

<sup>38</sup> *Ibid.* p. 16

interesada. La CNMV se pronunciará sobre la concurrencia de los requisitos a los que se refiere el precepto. A estos efectos, es irrelevante que la solicitud se presente con anterioridad a la conversión o capitalización o en un momento posterior. No precisarán, sin embargo, de tal autorización las capitalizaciones que sean consecuencia de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente y que cuente con el informe favorable de un experto independiente.

Ya el Real Decreto 432/2003 suprimió el requisito de que la sociedad tuviese que estar en concurso de acreedores con el fin de facilitar este tipo de operaciones que, precisamente, vienen a evitar que la sociedad sea declarada en concurso. Surgen entonces dudas sobre el momento exacto en el que se cumplen las condiciones financieras que facultan al adquirente a invocar la aplicación de la excepción. La exigencia de que *“la viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente”* se asemeja al presupuesto objetivo de la insolvencia inminente recogido en el artículo 2.3 del Texto Refundido de la Ley Concursal que se refiere al *“deudor que prevea que no podrá cumplir regular y puntualmente sus obligaciones”*. Sin embargo, la dificultad financiera a la que se refiere al artículo 8.4 del Real Decreto de OPAs no requiere que la sociedad llegue a dicho estado de insolvencia.

Al primer requisito relativo a la crisis empresarial se une la obligación de acreditar que el propósito de la operación es *“garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad”*, para lo que se suelen entregar previsiones financieras preparadas y revisadas por auditores o expertos. El Real Decreto de OPAs exige esta justificación porque en caso de concederse la exención, se estaría anteponiendo el interés general a los intereses particulares de los accionistas de la sociedad. Así, la única forma de que estos últimos se vean compensados es mediante el aseguramiento de que se logrará la viabilidad de la sociedad en el largo plazo, lo que, sin duda, les es beneficioso.

El inciso relativo a los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente e informados favorablemente por un experto independiente se introdujo a consecuencia de la promulgación del Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. Este cuerpo normativo modifica, en su disposición final

octava, la excepción de OPA obligatoria prevista en el artículo 8 d) del Real Decreto de OPAs con el objetivo de que la exención de la obligación se aplique automáticamente, sin que sea necesaria la previa aprobación de la CNMV.

En otras palabras, no será necesario que el organismo regulador aprecie que la operación está concebida para garantizar la viabilidad financiera de la compañía en el largo plazo<sup>39</sup>. Ahora bien, la automaticidad en la aplicación de la excepción se supedita a dos requisitos. En primer lugar, el acuerdo de refinanciación debe estar homologado judicialmente para lo que resulta imprescindible su previa suscripción por, al menos, el 51% del pasivo financiero<sup>40</sup> de la sociedad. En segundo lugar, es necesario un informe favorable de un experto independiente, nombrado por el Registro Mercantil del domicilio de la compañía cotizada, respecto del acuerdo de refinanciación.

5. Las adquisiciones gratuitas *mortis causa* e *inter vivos*. Mientras que las adquisiciones gratuitas *mortis causa* no se sujetan a condición adicional alguna, en los supuestos *inter vivos* se exige que el obligado no haya adquirido acciones u otros valores que concedan derecho a su adquisición o suscripción en los doce meses anteriores y que no medie acuerdo con el transmitente.

El fundamento de la presente exclusión radica en que no cabe la prima de control en las adquisiciones gratuitas, por lo que no habría prima que repartir entre todos los titulares, ni tampoco necesidad de garantizar el principio de igualdad de trato o de proteger los derechos de los accionistas minoritarios.

Por otro lado, la razón de oponer una cierta desconfianza cuando la adquisición gratuita tiene lugar *inter vivos* y no cuando se da *mortis causa* se basa en que, el fraude de ley solo se puede dar en las primeras. De esta forma, se someten las operaciones *inter vivos* a los dos requisitos expuestos. No obstante, el segundo de ellos, que impide la existencia de un concierto entre el donante y el adquirente, ha

---

<sup>39</sup> Cuatrecasas, “Exención de OPA obligatoria: Las operaciones de salvamento”, *Legal Flash*, Madrid, 2014.

<sup>40</sup> El pasivo financiero se constituye por los acreedores titulares de cualquier endeudamiento financiero con independencia de que estén sometidos o no a supervisión financiera.

sido objeto de críticas porque, por un lado, resulta coherente que el transmitente someta la adquisición a ciertas condiciones que aseguren el adecuado control de la sociedad y, por otro, no parece que tal condición vaya a hacer surgir en los demás titulares la voluntad de salir de la sociedad vendiendo en una OPA.

También se ha criticado la inclusión de la extensión «*u otros valores*» en el articulado porque en las adquisiciones onerosas, los títulos que dan derecho a la suscripción, canje o adquisición de acciones de la sociedad, no se tienen en cuenta para el cómputo de los derechos de voto, mientras tales derechos no se ejerciten.

6. La obtención del control mediante una OPA voluntaria que haya sido formulada a un precio equitativo o que, aunque no se haya presentado a ese precio, haya sido aceptada por accionistas que representen, al menos, el 50% de los accionistas a los que se haya dirigido la oferta, excluyendo las participaciones del accionista oferente antes de la oferta y las de los que, en su caso, hubieran alcanzado un acuerdo con él.

La concurrencia de una de las dos eventualidades previstas viene a eximir de la obligación de formular una OPA a la persona o entidad que adquiriera un porcentaje de derechos de voto superior al 30% como resultado de una OPA voluntaria ya que, en caso de no operar la excepción, estaría obligada a formular una OPA obligatoria tras la oferta voluntaria.

El fundamento de la exclusión reside, precisamente, en la incongruencia que supondría la presentación de dos ofertas de forma consecutiva, la primera voluntaria y la segunda obligatoria, toda vez que la OPA voluntaria ofrezca un precio equitativo o cuente con el apoyo de un número de accionistas que ponga de manifiesto un elevado nivel de aceptación.

Y es que hay casos en los que puede resultar muy conveniente formular una OPA voluntaria. A modo de ejemplo, se pueden enunciar, al menos, dos supuestos. En primer lugar, aquellos casos en los que la sociedad tiene un accionariado disperso, en la medida en que los procedimientos habituales de contratación de los mercados de valores pueden no resultar eficientes y será, por ello, más

conveniente formular una OPA voluntaria como un simple medio para adquirir un determinado volumen de valores. En segundo lugar, cuando se quiere someter la adquisición a condiciones tales como la aprobación de determinadas modificaciones estatutarias o la aceptación de la oferta por un número mínimo de valores.

Sin embargo, el recurso al procedimiento de la OPA voluntaria puede colocar a los accionistas de la sociedad afectada en una posición comprometida. Nos referimos a la situación en la que el oferente adquiere una participación inferior a la relevante a efectos de OPA obligatoria a un determinado precio y, más tarde, formula una OPA voluntaria sobre el resto del capital a un precio inferior al considerado como equitativo. En consecuencia, los accionistas deberían decidir entre vender al precio de la oferta voluntaria con el fin de deshacerse de unos valores que, posiblemente, no podrán enajenar con posterioridad, o no acudir a la OPA voluntaria y, entonces, obligar al oferente a lanzar una segunda OPA, esta vez, obligatoria. Por el contrario, no parece que vaya a encontrar oposición el acuerdo por el que una persona adquiere a un determinado precio una participación inferior a la que obliga a formular una OPA y después, presenta una oferta voluntaria a un precio superior al precio equitativo<sup>41</sup>.

Al final de este sexto apartado, se hace referencia a la posibilidad de que el entonces futuro oferente llegue a un acuerdo con determinados accionistas. Debe entenderse que tal concierto versa sobre el compromiso de algunos titulares de valores de acudir a la oferta que la persona o entidad se compromete a realizar. En contadas ocasiones, se consentirá la revocación del acuerdo si un tercero formula una oferta competidora o una oferta a un precio superior.

Por otro lado, en los supuestos de OPA voluntaria, se exige que el anuncio de la oferta se realice tan pronto como el órgano de administración del oferente haya adoptado la decisión de formularla y se hayan adoptado las garantías necesarias para asegurar que el oferente va a poder hacer frente a una contraprestación en efectivo.

---

<sup>41</sup> *Cfr.* De Cárdenas Smith, C. p. 24.

7. Cuando, a consecuencia, de una fusión de una sociedad cotizada con otra, un accionista pase a tener más del 30% de los derechos de voto de la compañía cotizada, siempre que este no haya votado a favor de la fusión y pueda justificarse que la operación no tiene por propósito principal la toma de control, sino un objetivo empresarial o industrial.

Este es el segundo supuesto en el que el Real Decreto de OPAs prevé la intervención de la CNMV para apreciar la concurrencia de las circunstancias que eximen al adquirente de su obligación de formular una OPA. Al igual que en el caso de la capitalización de créditos con ocasión de una crisis empresarial, el ente supervisor contará con un plazo de 15 días, a contar desde la presentación de la solicitud por el accionista, para acordar si resulta exigible o no la formulación de la OPA obligatoria<sup>42</sup>.

El accionista beneficiario de la exención podrá presentar la solicitud antes de la adopción del acuerdo de fusión o una vez haya sido adoptado y haya concluido el plazo de un mes que se concede a los acreedores para oponerse al acuerdo. En los casos en los que la solicitud se presenta con posterioridad, la efectividad del acuerdo de fusión suele someterse a la condición suspensiva de que la CNMV conceda la exención.

Concretamente, la CNMV comprobará si se dan las dos circunstancias señaladas en el precepto. En primer lugar, es necesario que el accionista que pasa a adquirir el control de la compañía cotizada como resultado de la fusión, no haya votado a favor del acuerdo. De primeras, la apreciación de este requisito parece remota porque suelen ser los accionistas significativos de las sociedades fusionadas los que promueven este tipo de operaciones. Además, hay que tener en cuenta que, en muchos casos, las juntas de accionistas se constituyen en segunda convocatoria lo que conlleva una mayor exigencia en cuanto a las mayorías requeridas, en el presente supuesto, dos tercios del capital presente o representado en la junta. No obstante, el requerimiento resulta adecuado para garantizar la autonomía y los

---

<sup>42</sup> López, M. F. *Op. cit.* pp. 395-397.

derechos de los accionistas minoritarios a la hora de votar en junta lo que más pudiera convenirles. El segundo requisito se refiere a que el objetivo principal de la fusión debe tener carácter empresarial o industrial. A pesar de la rigidez de ambos requisitos, y, en especial, del primero, la excepción se ha aplicado en diversas ocasiones desde la entrada en vigor del Real Decreto de OPAs.

La exclusión encuentra su justificación en la inexistencia de una prima de control que repartir y en el hecho de que los accionistas minoritarios de la sociedad afectada quedan ya suficientemente protegidos por el régimen previsto en el acuerdo de fusión.

Finalmente, algunos autores se han planteado la posibilidad de extender esta exención a operaciones similares a la fusión como pueden ser una aportación de rama de actividad o una ampliación de capital con aportaciones no dinerarias en la que uno de los accionistas alcanza un porcentaje de derechos de voto superior al 30%. Sin embargo, la CNMV mantiene una postura restrictiva al respecto<sup>43</sup>.

Además de los supuestos tipificados en el artículo 8 del Real Decreto de OPAs, se contemplan otros casos excluidos de la obligación de formular una OPA. En primer lugar, la redistribución de derechos de voto cuando sigan atribuidos a una misma persona o la redistribución de valores entre sociedades de un mismo grupo, al ser supuestos en los que no se altera la unidad de decisión o control de la sociedad cotizada<sup>44</sup>. En segundo lugar, en algunos casos respecto de la OPA de exclusión. Y, en tercer lugar, cuando se adquieren valores u otros instrumentos financieros que otorguen el derecho al canje, conversión, suscripción o adquisición de acciones que lleven aparejados derechos de voto, entre tanto no se ejerciten tales derechos.

A modo de conclusión, a pesar de que tanto el TRLMV como el Real Decreto de OPAs guardan silencio sobre la racionalidad de la exclusión, parece que este descansa bien en la necesidad de proteger el interés general o público, bien en la innecesaria protección de

---

<sup>43</sup> Gutiérrez Gilsanz, J. “La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA”, *Rivista ODC*, Italia, 2018 (disponible en <http://www.rivistaodc.eu/fusion-como-supuesto-excluido-obligacion-formular-opa>; última consulta 3/1/2021)

<sup>44</sup> Vives Ruiz, F. *Op. cit.* p. 613-618.



los intereses de los accionistas minoritarios. A estos dos fundamentos podemos añadir el de la inexistencia en determinados supuestos, como el de la fusión, de una prima de control cuyo reparto equitativo entre los accionistas sea necesario garantizar. En todo caso, las exenciones respetan y salvaguardan los principios rectores recogidos en la Directiva de OPAs, en especial, la igualdad de trato entre los titulares de valores de una misma clase.

## 5. EXCEPCIONES DE OPA APROBADAS DESDE LA ENTRADA EN VIGOR DEL REAL DECRETO DE OPAS

Estudiado el marco normativo que regula las OPAs y, en particular, los supuestos dispensables y excluidos de la obligación de formular la oferta cuando se toma el control de una sociedad cotizada, ya sea de forma directa o sobrevenida, se analizarán a continuación una serie de excepciones aprobadas en España desde la entrada en vigor del Real Decreto de OPAs.

Con el objetivo de conocer la aplicación práctica de los supuestos dispensables y excluidos previstos en la normativa española, se han seleccionado algunas de las más importantes excepciones de OPA obligatoria aprobadas en nuestro país. En las ocho operaciones objeto de estudio se aprecia la intervención del organismo regulador ya que estos casos se han considerado de mayor interés que aquellos en los que la excepción se aplica de manera automática. Así, se examinarán dos supuestos de dispensa, cuatro exenciones tras una fusión y dos exenciones consecuencia de operaciones de capitalización de créditos.

Puede llamar la atención el hecho de que el mayor número de excepciones de OPAs autorizadas por la CNMV desde la entrada en vigor del vigente Real Decreto de OPAs versen, precisamente, sobre el supuesto previsto en la letra g) de su artículo 8. Pues, como se ha expuesto con anterioridad, la concurrencia de los dos requisitos previstos en este apartado presenta especial dificultad probatoria.

## 5.1. Aguas de Valencia y Suez Environnement

La compañía Aguas de Valencia se constituyó en 1890 con la denominación Sociedad de Aguas Potables y Mejoras de Valencia, S.A. y el propósito de gestionar la captación, el tratamiento y la distribución de agua potable en Valencia<sup>45</sup>.

Por su parte, Suez Environnement es un grupo francés que opera en el sector de aguas y residuos, proporcionando agua potable y gestionando desechos. Además, ofrece asesoramiento en consultoría para desarrollar proyectos de instauración de plantas y sistemas. El grupo cuenta con más de 300.000 clientes industriales y comerciales y lleva a cabo su actividad en 70 países<sup>46</sup>.

En 2007, dentro de su proyecto de expansión y consolidación, Suez Environnement adquirió la participación que la compañía francesa Saur tenía en Aguas de Valencia, entidad cotizada. Así, se hizo con el 33,02% del capital con derecho de voto de la sociedad española, lo que le obligaba a formular una OPA sobre la totalidad de esta y a un precio equitativo. No obstante, Suez Environnement no se convirtió en el accionista de control de Aguas de Valencia debido a que la empresa Inversiones Financieras Agval, un conglomerado de empresas valencianas dirigido por el Banco de Valencia, era propietaria del 60,68% del capital con derecho de voto.

Remitiéndose al artículo 4.2 del Real Decreto de OPAs, Suez Environnement solicitó a la CNMV la dispensa de su obligación de lanzar una OPA ya que Inversiones Financieras Agval tenía un porcentaje de voto superior al grupo francés.

La CNMV otorgó una dispensa condicionada a dos requisitos. Por un lado, a que Inversiones Financieras Agval no redujese su participación por debajo de la adquirida por Suez Environnement y, por otro, a que el beneficiario de la dispensa no designase a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de Aguas de Valencia.

---

<sup>45</sup> Aguas de Valencia. *Nuestra organización* (disponible en <https://www.aguasdevalencia.es/Grupo/Qui%C3%A9nes-somos/Nuestra-organizaci%C3%B3n/>; última consulta 15/1/2021).

<sup>46</sup> Suez, S.A. (SUEZ Environnement), *bnamericas* (disponible en <https://www.bnamericas.com/es/perfil-empresa/suez-sa>; última consulta 15/1/2021)

En caso de incumplimiento, el grupo francés se vería obligado a formular una OPA dirigida a la totalidad del capital de la sociedad afectada y a un precio equitativo, a no ser que proceda a la enajenación de los valores necesarios para reducir el exceso de derechos de voto sobre el 30% y, mientras, no ejercite los derechos políticos que excedan de dicho porcentaje.

Hoy en día, los porcentajes de participación en Aguas de Valencia de Inversiones Financieras Agval (61%) y Suez Environnement se mantienen (33%), correspondiendo el 6% restante a accionistas minoritarios (2%) y a autocartera (4%).

## **5.2. Compañía Española de Petróleos (CEPSA) y International Petroleum Investment Company (IPIC)**

Cepsa nació en 1929 como una empresa dedicada a la exploración y perforación petrolífera con proyección internacional, pues el ánimo de reforzar su posición estratégica global en el sector de la energía ha sido una constante desde la constitución de la compañía<sup>47</sup>.

International Petroleum Investment Company (IPIC) es una compañía de propiedad estatal, administrada por el Fondo Soberano de Inversión propiedad de Abu Dhabi, que se dedica a invertir internacionalmente en la industria de los hidrocarburos<sup>48</sup>.

En este marco de inversión internacional, y ante la voluntad del Banco Santander de salir del capital de CEPSA, IPIC llegó a un acuerdo con el banco para adquirir su participación en la compañía petrolera española, que ascendía al 32,5% de su capital con derecho de voto. Unión Fenosa, que tenía una participación del 5%, se adhirió a dicho acuerdo. La adquisición de las participaciones del Banco Santander y Unión Fenosa, junto con la ya ostentada por IPIC, supuso que la firma árabe alcanzase el 47% de los derechos de voto

---

<sup>47</sup> CEPSA. *¿Qué es CEPSA?* (disponible en <https://www.cepsa.com/es/>; última consulta 16/1/2021)

<sup>48</sup> Chen, J. "International Investment Petroleum Company", *Investopedia*, 2019 (disponible en <https://www.investopedia.com/terms/i/international-petroleum-investment-company.asp>; última consulta 16/1/2021).

de CEPSA, lo que conlleva la obligación de lanzar una OPA sobre la totalidad del capital de la sociedad afectada.

Sin embargo, en 2009, la CNMV dispensó a IPIC de tal obligación, en respuesta a su solicitud, debido a que la petrolera francesa Total era propietaria del 48,8% del capital de CEPSA. En virtud del Real Decreto de OPAs, la dispensa se mantendrá siempre que algún accionista de CEPSA sea propietario de un porcentaje superior al de IPIC o a que esta última no designe a más de la mitad de los miembros del consejo de administración de la compañía petrolera española.

Esta situación cambió en 2011 cuando IPIC lanzó una oferta sobre el 53% de Cepsa, pues el 47% ya estaba en su poder, por un precio de 28 euros por acción, lo que supuso una prima del 23% y valorar la petrolera española en 7.500 millones de euros. Para hacerse con el 100% del capital Cepsa, IPIC llegó a un acuerdo con Total, cuya participación ascendía al 48,8%, ejerciendo su derecho de *squeeze-out*<sup>49</sup> para conseguir el 4,2% restante.

### **5.3. Quabit Inmobiliaria y Grupo Rayet**

Quabit Inmobiliaria, S.A. es una empresa inmobiliaria española, con más de 25 años de experiencia en el sector, dedicada a la compra y desarrollo de suelo, así como a la promoción y venta de productos inmobiliarios. Los valores de la compañía fueron admitidos a negociación en el mercado secundario oficial español en 2006.

Por su parte, el Grupo Rayet, S.A. se dedica a la adquisición, venta y arrendamiento de bienes inmuebles, así como a la parcelación y construcción de obras. Se constituyó en 1994 mediante la inscripción en el Registro Mercantil de Madrid.

---

<sup>49</sup> Las condiciones para las compraventas forzosas en el marco de una OPA se regulan en el artículo 47 del Real Decreto de OPAs (“1. *Quien hubiera formulado una oferta pública dirigida a la totalidad de los valores podrá, una vez liquidada la oferta, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo. De igual forma, cualquiera de los titulares podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio. Los derechos citados quedarán condicionados a que, en la fecha de liquidación de la oferta, se den las dos circunstancias siguientes: a) Que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90 por 100 del capital con derecho de voto de la sociedad afectada. b) Que la oferta pública previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 por 100 de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido. 2. Se considerará precio equitativo el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública.*”)

En 2008, se acordó la operación en virtud de la cual el Grupo Rayet, Astroc, Landscape y 16 compañías más se fusionarían para constituir una compañía líder en la industria inmobiliaria con el nombre de Afirmas Grupo Inmobiliario, S.A.

Como resultado de la fusión, el Grupo Rayet pasó a controlar el 40% del capital con derecho de voto de Afirmas, lo que le obligaba a formular una OPA sobre la compañía cotizada. Por ello, en marzo de 2008, la inmobiliaria Rayet solicitó una exención de OPA a la CNMV justificando la concurrencia de los dos requisitos establecidos en el artículo 8 g) del Real Decreto de OPAs.

Así, en primer lugar, acreditó que no votó a favor de la operación de fusión en la junta extraordinaria de accionistas del grupo inmobiliario. Y, en segundo lugar, aseguró que el propósito de la fusión no era la toma de control de la sociedad afectada, sino el desarrollo de un proyecto industrial y empresarial junto con los demás accionistas de esta.

En abril de 2008, la CNMV eximió al Grupo Rayet de formular, a un precio equitativo, una OPA dirigida a la totalidad del capital de Afirmas Grupo Inmobiliario. Si bien la autorización se condiciona objetivamente al cumplimiento de los dos requisitos recogidos en el precepto, hay que tener presente que el verdadero fundamento de esta exención es la inexistencia de una prima de control que repartir entre los accionistas y, por tanto, la desaparición de la necesidad de defender el bien jurídico protegido por la normativa de OPAs.

No obstante, el organismo supervisor impuso una serie de condiciones al otorgar la exclusión. Concretamente, la privación del derecho a ejercer los derechos políticos que resultasen de la participación adquirida tras la fusión y la enajenación del número de acciones necesario para reducir su participación por debajo del 50% en un plazo máximo de 6 meses desde la ejecución de la ampliación de capital prevista<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> CNMV. Hecho relevante número 92032, de 16 de abril de 2008 (disponible en <https://quabitafirmainmobiliaria.labolsavirtual.com/noticias/acciones/transmisiones/entidad-afirma-grupo-inmobiliario-capital-92032.html>; última consulta 16/1/2021).

En 2010, consolidada la integración empresarial, Afirma Grupo Inmobiliario adoptó la denominación de Quabit Inmobiliaria que se vio inmersa en intensos procesos de reestructuración y refinanciación a consecuencia de la crisis financiera que estalló en 2008. No obstante, gracias a la intervención de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) y a la ampliación de capital, por importe de 45 millones de euros, la situación patrimonial y financiera de Quabit Inmobiliaria se vio saneada<sup>51</sup>.

A consecuencia de la ampliación de capital llevada a cabo en 2010, el Grupo Rayet elevó su participación al 53,9% del capital con derecho de voto de Quabit Inmobiliaria. No obstante, la inmobiliaria Rayet aseveró su propósito de cumplir con la condición impuesta por la CNMV al concederle la exención en 2008, a través de la colocación de paquetes de acciones en el mercado.

En este contexto, en 2012, Rayet vendió un 4,08% de Quabit Inmobiliaria, reduciendo así su participación al 45,08%. En 2015, en el marco del concurso de acreedores de Quabit, Rayet redujo su participación un 1,5%, quedando la misma en el 31,4% del capital del grupo inmobiliario, con el objetivo de obtener recursos para atender a los créditos contra la masa. Por otro lado, en 2019, Quabit adquirió el 82,9% de Rayet Construcción para “*controlar las tensiones en el mercado de edificación de viviendas y garantizar los plazos de construcción y entrega de sus pisos*”, en palabras de la entidad adquirente<sup>52</sup>.

#### **5.4. Campofrío Food Group y Smithfield Foods**

Campofrío Food Group es una empresa de alimentación de origen burgalés que se ha posicionado como la compañía líder en Europa y una de las cinco más importantes a nivel mundial en el sector de los elaborados cárnicos. Campofrío cuenta con 11.800 trabajadores<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> Quabit Inmobiliaria. *Nuestra historia* (disponible en <https://www.grupoquabit.com/acerca-de-quabit/nuestra-historia>; última consulta 16/1/2021).

<sup>52</sup> Europa Press. *Quabit compra Rayet, la constructora de su presidente, por 14,3 millones*, 2019 (disponible en <https://www.europapress.es/economia/noticia-quabit-compra-rayet-constructora-presidente-143-millones-20191008124224.html>; última consulta 18/4/2021)

<sup>53</sup> Campofrío, *Estrategias de Bolsa* (disponible en <http://www.estrategiasdebolsa.es/acciones/mercadocontinuo/campofrio/index.php>; última consulta 16/1/2021).

Smithfield Foods es una empresa multinacional de alimentos con granjas, instalaciones y oficinas en Estados Unidos, Europa y México. El grupo emplea a 55.000 trabajadores<sup>54</sup>.

En octubre de 2008, las juntas de accionistas de Campofrío y Groupe Smithfield Holdings, filial europea de Smithfield Foods, aprobaron su fusión, con sujeción a la concesión de la exención de la obligación de formular una OPA por la CNMV a favor de Smithfield Foods. Pues, tras la fusión, el grupo estadounidense vería incrementada su participación en Campofrío del 24,73% al 36,99%, superando así el porcentaje de derechos de voto necesario para adquirir el control de una sociedad cotizada y viéndose obligado a lanzar una OPA sobre el total del capital de la multinacional burgalesa.

Smithfield Foods argumentó en su solicitud de exención que había votado a favor de la fusión en la junta general de Campofrío y que la fusión estaba guiada por intereses comerciales y orientada a la consecución de un proyecto industrial. La CNMV constató la concurrencia de ambas circunstancias y, por tanto, eximió a Smithfield Foods de su obligación de formular una OPA en diciembre de 2008.

De esta operación tampoco surgió una prima de control cuyo reparto equitativo entre los accionistas debía asegurarse, por lo que no fue necesario el mecanismo de la OPA para proteger a los minoritarios. Además, en este supuesto no se aprecia un propósito de control por parte del oferente, sino una mera finalidad industrial ya que ambas empresas operan en el sector alimenticio y comparten clientes.

En virtud del acuerdo de fusión, Groupe Smithfield Holdings pasó a ser propietaria del 48,5% del capital, mientras que Campofrío Food Group seguiría siendo el accionista mayoritario de la compañía, con una participación del 51,5% de su capital.

En 2013, el grupo alimentario chino Shuanghui (actualmente, WH Group Limited) entró de forma sobrevenida en el capital de Campofrío Food Group como consecuencia de la adquisición de Smithfield Foods, comprometiéndose a enajenar el 7% de su participación para situarse por debajo del umbral de control relevante a efectos de OPA. Ese mismo

---

<sup>54</sup> Smithfield Foods. About Smithfield (disponible en <https://www.smithfieldfoods.com/about-smithfield/our-operations>; última consulta 16/1/2021).

año, la multinacional mexicana Sigma Alimentos, lanzó un OPA por el 100% de la cotizada española a un precio de 6,9 euros por acción, lo que supuso una prima del 10,5% sobre el último precio de cierre. De esta forma, Sigma se hizo con el 45% del capital de Campofrío Food Group.

### **5.5. Vueling Airlines e Iberia, Líneas Aéreas de España**

Vueling Airlines, S.A. es la segunda compañía más importante en el sector de transporte aéreo de pasajeros español<sup>55</sup>, mientras que el primer puesto del ranking lo ocupa Iberia, Líneas Aéreas de España, S.A.<sup>56</sup>

Tras el estallido de la crisis financiera de 2008, las compañías aéreas y la economía española en general se encontraban en un entorno sumamente complicado y con escasas perspectivas esperanzadoras. Así, la actividad global de la asistencia aeroportuaria disminuyó un 11% en España en ese año. En este contexto, Iberia vio reducidos sus ingresos en un 19%. En consecuencia, la compañía líder española sufrió unas pérdidas netas de 273 millones de euros, frente a los 32 millones de beneficios en 2008, cuando ya se empezaban a sentir los efectos de la crisis<sup>57</sup>. Por otro lado, Vueling consiguió un beneficio neto de 27,7 millones de euros en el conjunto de 2009, con un margen neto del 4,6%, 2,7 puntos superior al existente a finales de 2008<sup>58</sup>.

En 2008, las empresas aéreas Vueling y Clickair, la compañía de bajo coste de Iberia, decidieron fusionarse bajo la condición de que la CNMV eximiera a Iberia de lanzar una OPA obligatoria sobre Vueling.

---

<sup>55</sup> Vueling Airlines, S.A., *eInforma* (disponible en <https://www.einforma.com/informacion-empresa/vueling-airlines>; última consulta 17/1/2021).

<sup>56</sup> Iberia. *Información Legal* (disponible en <https://www.iberia.com/es/informacion-legal/>; última consulta 17/1/2021).

<sup>57</sup> Iberia. *Informe anual 2009* (disponible en <https://ddd.uab.cat/pub/infanu/26481/iaIBERIAa2009ispa.pdf>; última consulta 17/1/2021).

<sup>58</sup> Vueling Airlines. *Informe de gestión de los resultados anuales* (disponible en <https://es.scribd.com/doc/26947949/Vueling-Airlines-informe-de-gestion-de-los-resultados-anuales-y-del-cuarto-trimestre-de-2009>; última consulta 17/1/2021).



Iberia era propietaria del 20% del capital de Clickair y, como resultado de la fusión, tanto la compañía matriz como el resto de los accionistas de su compañía *low cost* alcanzarían una participación del 45% en la sociedad resultante de la fusión.

En la solicitud de exención de OPA, Iberia indicó que no había votado a favor del acuerdo de fusión en la junta general de Vueling y que la fusión perseguía un objetivo industrial o empresarial y no de toma de control. Para acreditar este motivo, la solicitud se acompañó de informes de terceros.

Iberia se negó tanto a la formulación de una OPA dirigida a la totalidad del capital con derecho de voto de Vueling a un precio equitativo, como a adquirir en la ampliación de la sociedad afectada un porcentaje que situase su participación por debajo del 30% del capital con derecho de voto, por ello, si la CNMV no concedía la exención al solicitante, la fusión no se llevaría a cabo.

Finalmente, en junio de 2009, la CNMV comunicó que no consideraba exigible la formulación de una OPA sobre Vueling al haber quedado acreditada la concurrencia de los dos requisitos previstos en el artículo 8 g) del Real Decreto de OPAs.

En 2013, International Airlines Group (IAG), compañía resultante de la fusión entre Iberia y British Airways, formuló una OPA se hizo con el 90,51% de Vueling. Dicho porcentaje se alcanzó adicionando al 45,85% del capital que IAG ya ostentaba a través de Iberia, el 44,66% que adquirió por la oferta. No obstante, no concurrieron los requisitos para que IAG pudiese promover una compraventa forzosa.

## **5.6. Gamesa y Siemens**

Gamesa se fundó en 1976, bajo la denominación Grupo Auxiliar Metalúrgico, para el desarrollo de proyectos industriales y tecnologías para negocios emergentes. La compañía

comenzó a cotizar en la Bolsa de valores española en el año 2000, integrándose en el Ibex 35 tan solo un año después<sup>59</sup>.

Siemens AG es un conglomerado de empresas alemanas con presencia en 190 países. Su actividad principal se basa en el desarrollo de infraestructuras inteligentes de ingeniería eléctrica y electrónica. El negocio de la compañía alemana se extiende a cuatro sectores: industrial, salud, energético y de infraestructuras, y ciudades<sup>60</sup>.

Gamesa y Siemens Wind Power, la sección de activos eólicos de la multinacional alemana, firmaron un acuerdo de fusión en junio de 2016 con el propósito de convertirse en una de las empresas líderes en la industria eólica mundial. Como resultado de la operación, Siemens pasó a tener un 59% de las acciones de la compañía fusionada, Iberdrola un 8% y el resto, se acordó que fuera *free float*<sup>61</sup>.

La junta general extraordinaria de Gamesa aprobó la fusión en octubre de 2016. Ese mismo mes, Siemens presentó la solicitud de excepción de la obligación de formular una OPA sobre el 100% de Gamesa a la CNMV.

En diciembre de 2016, la CNMV autorizó la exención de tal obligación por apreciar la concurrencia de los dos requisitos establecidos en el artículo 8 g) del Real Decreto de OPAs ya que el objetivo principal de la fusión era lograr la integración industrial de ambas compañías y Siemens no votó a favor de la operación en la junta de Gamesa.

Como consecuencia de la fusión, Gamesa absorbió a la sociedad tenedora de los activos eólicos de Siemens mediante el canje por acciones de nueva emisión de la compañía española. Además, el nuevo consejo de administración se compuso de cinco miembros designados por Siemens, dos por Iberdrola, cuatro consejeros independientes y dos ejecutivos.

---

<sup>59</sup> Gamesa. *Informe anual 2015* (disponible en <https://www.siemensgamesa.com/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/informe-anual/informe-anual-2015.pdf>; última consulta 19/1/2021)

<sup>60</sup> Siemens. *Our business* (disponible en <https://new.siemens.com/us/en/company/about/businesses.html>; última consulta 19/1/2021).

<sup>61</sup> Gamesa. *Informe anual 2016* (disponible en <https://www.siemensgamesa.com/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/informe-anual/informe-anual-2016.pdf>; última consulta 19/1/2021).

La fusión fue bien recibida por el mercado ya que, desde la firma del acuerdo hasta el final del año 2016, el valor de las acciones de Gamesa aumentó en más de un 18%.

En 2020, Iberdrola vendió su participación del 8% en Gamesa con el objetivo de poner fin a los procedimientos judiciales promovidos contra Siemens Gamesa y salirse del proyecto estratégico de esta última, que parece que se aleja del sector de las renovables.

## **5.7. Metrovacesa y Banco Santander**

Metrovacesa, S.A. se fundó en 1989 como resultado de la fusión entre la Compañía Inmobiliaria Metropolitana, la Compañía Urbanizadora Metropolitana y Vacesa. La empresa resultante fue creciendo y, en 2005, comenzó un ambicioso proyecto de expansión internacional. Sin embargo, la crisis financiera golpeó duramente a la compañía inmobiliaria y los bancos se convirtieron en sus principales accionistas<sup>62</sup>.

Hoy en día, el Banco Santander es uno de los cinco principales bancos de nuestro país. No obstante, el sector bancario fue uno de los más afectados por la recesión de 2008 y, en consecuencia, se vio sometido a un intenso proceso de reestructuración y saneamiento con el objetivo de fortalecer la solvencia y viabilidad de las entidades en el largo plazo. En este complejo contexto, el beneficio atribuido del Banco Santander descendió un 34,6% en 2011, lo que equivale a 5.351 millones de euros. A pesar de todo, el banco alcanzó un beneficio operativo de 24.373 millones de euros y consiguió reforzar su base de capital, su liquidez y su balance, lo que demuestra la capacidad de generación de resultados del Grupo<sup>63</sup>.

La inmobiliaria española comenzó un proceso de reestructuración en 2009. Dentro de este marco, y con el objetivo de evitar su inminente concurso de acreedores, pues, a 31 de diciembre de 2010, su deuda financiera neta ascendía 5.700 millones de euros y su patrimonio neto era inferior a la mitad de su capital social, aprobó un acuerdo de

---

<sup>62</sup> Metrovacesa. *Sobre nosotros* (disponible en [https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2019/10/Sobre-Nosotros\\_Contenidos-Metrovacesa.pptx.pdf](https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2019/10/Sobre-Nosotros_Contenidos-Metrovacesa.pptx.pdf); última consulta 19/1/2021).

<sup>63</sup> Santander. *Informe anual 2011* (disponible en <https://es.slideshare.net/BancoSantander/informe-anual-banco-santander-2011>; última consulta 19/1/2021).

refinanciación de su endeudamiento en marzo de 2011<sup>64</sup>. Parte integrante del mismo eran el aumento de capital con el consiguiente canje de deuda por algunas de las entidades financieras españolas.

Así, el Banco Santander canjeó su deuda por 320 millones de euros, Caja Madrid por 273 millones, el BBVA por 245 millones, Banesto y el Banco Sabadell por 172 millones, cada uno, y el Banco Popular por 166 millones. Cabe señalar que los cinco bancos y la caja eran ya propietarios del 65% de la compañía antes de acordarse el canje, pero ninguno de ellos tenía, individualmente, una participación superior al 30% del capital con derecho de voto.

Para atender al canje, Metrovacesa aprobó una ampliación de capital por importe de 1.950 millones de euros, lo que se corresponde con la emisión de 1.300 millones de nuevos títulos, de 1,5 euros de valor nominal. Como resultado de la capitalización de los créditos, los bancos suscribieron 1.358 millones de euros, mientras que los demás títulos fueron ofrecidos al mercado<sup>65</sup>.

Antes de la ampliación de capital, el Banco Santander controlaba el 23,84% de Metrovacesa, no obstante, la entidad bancaria solicitó a la CNMV la exención de su obligación de formular una OPA, ante la previsión de que, como consecuencia de la suscripción de las acciones de Metrovacesa que no hubieran quedado suscritas y desembolsadas en el periodo de suscripción preferente, su participación superaría el umbral de control relevante a efectos de una OPA. Pues se calculó que, a no ser que se suscribiesen 173.714.969 en el periodo de suscripción preferente, lo que equivalía al 13,36% del aumento de capital, el Banco Santander superaría el umbral del 30% del capital con derecho de voto<sup>66</sup>.

El Banco Santander se basó en el apartado d) del artículo 8 del Real Decreto de OPAs al solicitar la eximente, pues era evidente que la viabilidad financiera de Metrovacesa se

---

<sup>64</sup> Metrovacesa. *Cuentas anuales correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2011 e Informe de gestión junto con el Informe de Auditoría Independiente* (disponible en <http://www.cnmv.es/AUDITA/2011/13396.pdf>; última consulta 19/1/2021).

<sup>65</sup> Banco Santander. *Solicitud de exención de la obligación de formular una oferta pública de adquisición de acciones sobre la totalidad del capital con derecho a voto de Metrovacesa, S.A.*, p.1.

<sup>66</sup> *Ibid.* p.14.

encontraba en peligro grave o inminente, a pesar de no haberse declarado todavía su concurso.

Además, la capitalización de la deuda se concebía como una operación idónea, a la vez que necesaria, para la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad. El plan de viabilidad para la reestructuración financiera de Metrovacesa se diseñó con el objetivo de reducir significativamente su endeudamiento financiero mediante la novación y reasignación de los préstamos y de gran parte de su endeudamiento bilateral y la capitalización de una parte importante de su endeudamiento financiero. El Banco Santander aseguró que la extensión de los plazos de vencimiento de las obligaciones de amortización de Metrovacesa a cinco y diez años era una medida que garantizaba su recuperación financiera<sup>67</sup>.

La concesión de la dispensa por la CNMV a Santander se introdujo como condición suspensiva de la ejecución del aumento de capital, la cual fue concedida en julio de 2011.

Hoy en día, el precio de cotización de la acción de Metrovacesa asciende a 7,76 euros por acción. El Banco Santander sigue siendo su principal accionista, pues es propietario del 49,36% del capital, siguiéndole BBVA con una participación del 20,85%.

## **5.8. Service Point y Paragon**

Service Point se dedica a prestar servicios documentales y de impresión, centrandose gran parte de su negocio en la estandarización y unificación de los procesos de información y comunicación de las grandes empresas multinacionales<sup>68</sup>.

Por su parte, Paragon Software Group se creó en 1994 con ánimo de ofrecer herramientas de software y tecnologías que garanticen una gestión segura del almacenamiento de los datos. Para el desarrollo de su actividad, cuenta con importantes socios internacionales como HP, Microsoft o Intel, entre otros.

---

<sup>67</sup> *Ibid.* p.18.

<sup>68</sup> Service Point. *Sobre nosotros* (disponible en <http://www.servicepoint.es/sobre-nosotros/>; última consulta 4/1/2021).

En octubre de 2013, Service Point Solutions comunicó al Juez de lo Mercantil de Barcelona el inicio de las negociaciones con sus acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación ya que su deuda con los bancos se aproximaba a los 100 millones de euros. En virtud de lo establecido en el TRLC, al haber realizado tal notificación, Service Point disponía hasta el 28 de febrero de 2014 para presentar la solicitud de concurso. Llegado el mes de febrero, la empresa catalana se declaró en concurso de acreedores “*con el objetivo de continuar desarrollando su plan de negocio y defender los intereses de sus accionistas, acreedores y clientes*”, en palabras de la propia entidad.

Con el objetivo de capitalizar su deuda y cumplir con el convenio de acreedores, Service Point Solutions aprobó tres ampliaciones de capital por importe total de 15,4 millones. En consecuencia, Paragon se convirtió en el nuevo accionista de referencia de Service Point, lo que además se concibió como una oportunidad para que ambas compañías completaran y reforzaran sus negocios<sup>69</sup>.

La CNMV eximió a Paragon de su obligación de formular una OPA sobre el total del capital de Service Point Solutions al apreciar que concurrían las circunstancias previstas en el artículo 8 d) del Real Decreto de OPAs, relativo a las operaciones de capitalización de créditos en empresas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave o inminente con el fin de garantizar su recuperación financiera a largo plazo.

Con esta operación observamos con claridad que el precepto no exige que la sociedad afectada se encuentre en concurso. Pues, cuando la CNMV concedió la exención, en febrero de 2016, ya había transcurrido un año desde que Service Point Solutions había salido de su concurso de acreedores.

En 2021, Paragon es propietaria del 80% Service Point, compañía ésta última que cotiza a 1,06 euros la acción. Con el objetivo de abandonar su tradicional negocio de impresión, en abril de este mismo año, Service Point anunció la conversión de 1,1 millones de euros de deuda a capital con el propósito de financiar su adquisición de ScytI, compañía

---

<sup>69</sup> Service Point. News (disponible en <http://www.servicepoint.es/service-point-supera-el-concurso-de-acreedores/>; última consulta 4/1/2021).

catalana especializa en los sectores de las votaciones electrónicas, la criptografía y la seguridad de datos.

## 6. CONCLUSIONES

La OPA por toma de control, dirigida a todos los titulares de valores de una compañía cotizada y formulada a un precio equitativo, se prevé como un mecanismo idóneo para proteger a sus accionistas, especialmente a los minoritarios. Una oferta con tales características deberá formularse cuando una persona física o jurídica adquiera, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúan en concierto con ella, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% del capital o cuando haya designado a más de la mitad de los miembros del consejo de administración de la sociedad afectada.

La efectividad del principio de igualdad de trato de los accionistas se manifiesta en dos sentidos. Por un lado, asegura la distribución equitativa de la prima de control satisfecha por el oferente con ocasión de la toma de control y, por otro, permite la salida de la sociedad de los accionistas minoritarios ya que se les concede la posibilidad de desinvertir cuando se produzcan cambios en la estructura de propiedad.

La superación de los umbrales de control se puede producir como consecuencia de una OPA voluntaria u obligatoria, en función de si la oferta se formula antes o después de adquirir el control de la sociedad cotizada, respectivamente. La nota de flexibilidad caracterizadora de las OPAs voluntarias es la principal diferencia entre ambas, pues la oferta voluntaria podrá someterse a condiciones, formularse a un precio distinto del equitativo o dirigirse solo a una parte de los valores de la sociedad, estipulaciones que no caben en una OPA obligatoria.

El sistema de OPA obligatoria, total y *a posteriori* es uno de los pilares esenciales de la Directiva de OPAs. Esta norma comunitaria tenía como propósito aproximar las dispares legislaciones de los Estados Miembros en materia de OPAs, pues una mayor integración

en este ámbito se concibe como indispensable de cara a lograr la consolidación de los mercados de capitales y, por ende, avanzar en el desarrollo del Mercado Único Europeo.

A pesar de los esfuerzos, pues fueron necesarios 20 años de trabajo y tres propuestas de directivas fallidas para promulgar finalmente la Directiva de OPAs, la vigente directiva no ha conseguido plenamente su objetivo. Se ha llegado a esta conclusión porque la concesión de un amplio margen de flexibilidad a los Estados Miembros a la hora de transponer la directiva a sus ordenamientos jurídicos ha dado lugar a multitud de regímenes diferentes.

Así, la Directiva de OPAs estableció únicamente dos puntos como obligatorios. En primer lugar, la normativa estatal debería establecer los porcentajes de voto relevantes a efectos de OPA. Y, en segundo lugar, se debía incluir el deber de formular una OPA cuando se superase el umbral fijado. A partir de ahí, cada uno de los Estados Miembros podría adoptar sus propias reglas.

La transposición de la Directiva de OPAs se llevó a cabo en España mediante la LMV y el Real Decreto de OPAs. La adaptación a la nueva normativa comunitaria hizo necesarias importantes modificaciones de nuestro régimen jurídico en la materia. Así, el legislador español tuvo que introducir nuevos umbrales de control, definir el concepto de precio equitativo, reformular el deber de pasividad de los administradores y las medidas de neutralización, entre otros. No obstante, el cambio más relevante fue pasar de un sistema basado, fundamentalmente, en ofertas voluntarias, *a priori* y parciales al nuevo de OPAs obligatorias, *a posteriori* y totales.

Una de las implicaciones más relevantes de las OPAs obligatorias es la exigencia de formular la oferta a un precio equitativo. Este requerimiento se concibe como esencial para hacer efectiva la protección de los accionistas minoritarios, quienes participarán, de esta forma, en el reparto de la prima pagada a los mayoritarios como consecuencia de la toma de control. No obstante, su introducción encareció notablemente los costes asociados a las OPAs y ha reducido su número.

Uno de los puntos más conflictivos de la Directiva de OPAs fue el relativo a los supuestos de exclusión y dispensa de la obligación de formular una oferta cuando se alcanza el



control de una sociedad. En consecuencia, el texto europeo permitió a los Estados Miembros elegir entre la adopción de un sistema de *numerus clausus* o de *numerus apertus* de supuestos. En España, se tipificaron una serie de casos dispensables o excluidos de la obligación de formular una OPA, dejando un escaso margen de actuación al organismo regulador.

De esta forma, se prevé la posibilidad de obtener una dispensa de la CNMV cuando se toma, individual o conjuntamente, el control de una sociedad cotizada si otra persona o entidad posee un porcentaje de derechos de voto superior al del obligado a formular la oferta y por el tiempo en el que esta última mantenga su participación por encima de la del beneficiario de la dispensa.

Además, el artículo 8 del Real Decreto de OPAs contiene siete supuestos en los que, a pesar de haber alcanzado el control de una sociedad cotizada, el inversor no se verá obligado a formular una oferta. Las excepciones responden a razones de interés general o de protección de los intereses privados de los accionistas que hacen innecesaria e inefectiva, la presentación de una OPA. Entre los supuestos tipificados es preciso destacar el relativo a la toma de control como consecuencia de una fusión en la que el obligado no votó a favor de la operación y tampoco perseguía la toma de control de la sociedad. Se subraya este apartado g) del precepto ya que, a pesar de la rigidez de los requisitos exigidos y del necesario pronunciamiento de la CNMV, el supuesto se da con cierta frecuencia en la práctica. Así se ha podido comprobar en las ocho operaciones analizadas, de las cuales, cuatro versan sobre esta exención.

Observamos, por tanto, que la promulgación de una normativa de OPAs resultaba fundamental para que todas las partes integrantes de la operación pudieran verse beneficiadas. Ahora bien, la efectiva consecución de los objetivos marcados por la normativa comunitaria solo podrá conseguirse si los regímenes de los Estados Miembros están armonizados. No obstante, no parece que vayamos a contemplar dicha integración en un futuro cercano debido a las discrepancias existentes en torno a aspectos tan sustanciales como los umbrales de control, los supuestos excluidos de la obligación y las posibilidades de actuación de los administradores de la sociedad afectada<sup>70</sup>.

---

<sup>70</sup> Winner, M. “La OPA obligatoria”, *Revista Derecho Mercantil* (disponible en <https://derechomercantilesana.blogspot.com/search?q=OPA>; última consulta 9/12/2020).

Ahora bien, la eficacia de esta armonización depende, también, de una mayor integración de las normas societarias que rigen las sociedades cotizadas, en especial, de las que regulan la estructura del gobierno corporativo. En este contexto, se ha hecho referencia al desarrollo de las nuevas acciones de lealtad como mecanismo para lograr una mayor implicación de los accionistas minoritarios en las compañías cotizadas, gracias a la concesión de derechos de voto adicionales que premian la fidelidad a la sociedad.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

### Legislación

Anteproyecto de Ley de 24 de mayo de 2019 por el que se adapta el Derecho español a la Directiva (UE) 2017/828 respecto al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de la sociedad cotizada.

Comisión Europea, “Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo. Un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas. 2021 (COM 12 de diciembre de 2012).

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

Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (DOUE 9 de junio de 2017).

Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE 13 de abril de 2021).

Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1998, 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 (BOE 13 de abril de 2007).

Real Decreto, de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de Comercio (BOE 16 de octubre de 1885).

Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (BOE 20 de octubre de 2007).

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

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

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

Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (BOE 7 de mayo de 2020).

Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas (DOUE 29 de enero de 2004).

### Jurisprudencia

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 20 de julio de 2017, nº C-206/16.

Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de noviembre de 2020, nº 3977/2020.

### Obras doctrinales

Carretero, E. “El precio equitativo en la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores” *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N. 17, Sección Análisis, 2015, Editorial La Ley.

Cuatrecasas, “Exención de OPA obligatoria: Las operaciones de salvamento”, *Legal Flash*, Madrid, 2014.

De Cárdenas Smith, C. “Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.5, 2009

Fedderke, J.W. y Ventrizzo, M. “The Biases of an 'Unbiased' Optional Takeovers Regime: The Biases of an 'Unbiased' Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge” *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper* n. 304/2016; *Penn State Law Research Paper* n. 17-2015.

Herrero Morant, R. “El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas a raíz de la Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2007/35/CE”, *La Ley Mercantil*, Sección Sociedades, n. 35, 2017.

Gandía, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Ley núm. 91, de 24 de junio”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, n. 65, 2016, pp. 173-203.

López, M. F. “Algunas manifestaciones de la potestad directora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”. *Revista de administración pública*, n. 130, pp. 387-422.

Martín Cabrejas, A., *OPA en la legislación y en la práctica*, Valladolid, 2016.

Mosca, C., “Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge edge Between Tenured Voting and Takeover Law”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, vol.8, n.2, 2019, pp 246-279.

Pennington, R. *Report on Takeovers and other bids. XI/56/74-E*, 1974.

Rico Carrilo, M. *El control jurídico de las OPAS: La Legislación española frente a la Directiva 2004/25/CE*. Madrid.

Sánchez-Calero Guilarte, J. (2010). El misterio de las OPAS: realidad, doctrina y regulación.

Tapia Hermida, A. J., *El régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*, Madrid, 2008.

The High Level Group of Company Law Experts, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002.

Uría Menéndez. *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*, Madrid, 2007.

Vives Ruiz, F., “Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades”, *La Sociedad Cotizada*. Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, 2006, pp. 605-658.

#### Recursos de internet

Aguas de Valencia. *Nuestra organización* (disponible en <https://www.aguasdevalencia.es/Grupo/Qui%C3%A9nes-somos/Nuestra-organizaci%C3%B3n/>; última consulta 15/1/2021).

Banco Santander. *Solicitud de exención de la obligación de formular una oferta pública de adquisición de acciones sobre la totalidad del capital con derecho a voto de Metrovacesa, S.A.*

Campofrío, *Estrategias de Bolsa* (disponible en <http://www.estrategiasdebolsa.es/acciones/mercadocontinuo/campofrío/index.php>; última consulta 16/1/2021).

CEPSA. *¿Qué es CEPSA?* (disponible en <https://www.cepsa.com/es/>; última consulta 16/1/2021)

Chen, J. “Internatinal Investment Petroleum Company”, *Investopedia*, 2019 (disponible en <https://www.investopedia.com/terms/i/international-petroleum-investment-company.asp>; última consulta 16/1/2021).

CNMV. Hecho relevante número 92032, de 16 de abril de 2008 (disponible en <https://quabitafirmainmobiliaria.labolsavirtual.com/noticias/acciones/transmisiones/entidad-afirma-grupo-inmobiliario-capital-92032.html>; última consulta 16/1/2021).

CNMV. “Procedimiento para la tramitación de ofertas públicas de adquisición de valores, dispensas y excepciones (P06)”, 2016 (disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P06-OPA-y-excepciones.pdf>; última consulta 19/1/2021).

Europa Press. *Quabit compra Rayet, la constructora de su presidente, por 14,3 millones*, 2019 (disponible en <https://www.europapress.es/economia/noticia-quabit-compra-rayet-constructora-presidente-143-millones-20191008124224.html>; última consulta 18/4/2021)

Gamesa. *Informe anual 2015* (disponible en <https://www.siemensgamesa.com/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/informe-anual/informe-anual-2015.pdf>; última consulta 19/1/2021).

Gamesa. *Informe anual 2016* (disponible en <https://www.siemensgamesa.com/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/informe-anual/informe-anual-2016.pdf>; última consulta 19/1/2021).

Gutiérrez Gilsanz, J. “La fusión como supuesto excluido de la obligación de formular una OPA”, *Rivista ODC*, Italia, 2018 (disponible en <http://www.rivistaodc.eu/fusion-como-supuesto-excluido-obligacion-formular-opa>; última consulta 3/1/2021).

Iberia. *Informe anual 2009* (disponible en <https://ddd.uab.cat/pub/infanu/26481/iaIBERIAa2009ispa.pdf>; última consulta 17/1/2021).

Iberia. *Información Legal* (disponible en <https://www.iberia.com/es/informacion-legal/>; última consulta 17/1/2021).

Metrovacesa. *Cuentas anuales correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2011 e Informe de gestión junto con el Informe de Auditoría Independiente* (disponible en <http://www.cnmv.es/AUDITA/2011/13396.pdf>; última consulta 19/1/2021).

Metrovacesa. *Sobre nosotros* (disponible en [https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2019/10/Sobre-Nosotros\\_Contentidos-Metrovacesa.pptx.pdf](https://metrovacesa.com/wp-content/uploads/2019/10/Sobre-Nosotros_Contentidos-Metrovacesa.pptx.pdf); última consulta 19/1/2021).

Quabit Inmobiliaria. *Nuestra historia* (disponible en <https://www.grupoquabit.com/acerca-de-quabit/nuestra-historia>; última consulta 16/1/2021).

Santander. *Informe anual 2011* (disponible en <https://es.slideshare.net/BancoSantander/informe-anual-banco-santander-2011>; última consulta 19/1/2021).

Service Point. News (disponible en <http://www.servicepoint.es/service-point-supera-el-concurso-de-acreedores/>; última consulta 4/1/2021).

Service Point. *Sobre nosotros* (disponible en <http://www.servicepoint.es/sobre-nosotros/>; última consulta 4/1/2021).

Siemens. *Our business* (disponible en <https://new.siemens.com/us/en/company/about/businesses.html>; última consulta 19/1/2021).

Signes, J., “Las acciones de lealtad en el Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital”, Cuatrecasas, Madrid, 2020 (disponible en <https://blog.cuatrecasas.com/mercado-de-valores/acciones-de-lealtad-anteproyecto-ley-se-modifica-ley-sociedades-capital/>; última consulta 28/12/2020).

Smithfield Foods. *About Smithfield* (disponible en <https://www.smithfieldfoods.com/about-smithfield/our-operations>; última consulta 16/1/2021).

Suez, S.A. (SUEZ Environnement), *bnamericas* (disponible en <https://www.bnamericas.com/es/perfil-empresa/suez-sa>; última consulta 15/1/2021)

Vueling Airlines, S.A., *eInforma* (disponible en <https://www.einforma.com/informacion-empresa/vueling-airlines>; última consulta 17/1/2021).

Vueling Airlines. *Informe de gestión de los resultados anuales* (disponible en <https://es.scribd.com/doc/26947949/Vueling-Airlines-informe-de-gestion-de-los-resultados-anuales-y-del-cuarto-trimestre-de-2009>; última consulta 17/1/2021).

Winner, M. “La OPA obligatoria”, *Revista Derecho Mercantil* (disponible en <https://derechomercantilesana.blogspot.com/search?q=OPA>; última consulta 9/12/2020).