

## REFLEXIONES SOBRE LA ANUNCIADA NUEVA NORMATIVA DE OPAS

CARLOS PAREDES GALEGO  
*Abogado \**

### 1 · INTRODUCCIÓN

Corren tiempos de cambio en materia de ofertas públicas de adquisición y por ello resulta oportuno reflexionar sobre la nueva normativa en preparación. Como es sabido, el Consejo de Ministros aprobó el pasado 13 de octubre de 2006 el Proyecto de ley de reforma de la ley del mercado de valores<sup>1</sup> mediante la que se transponen la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (la directiva de opas) y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (la directiva de transparencia). Sin desmerecer la relevancia que tiene toda modificación legislativa en materia de transparencia y obligaciones de información de sociedades con valores cotizados, interesa analizar en estas líneas algunos de los aspectos del nuevo sistema de opas, que, previos los trámites legislati-

vos oportunos, previsiblemente comenzará a regir durante el año 2007. Con carácter general, puede afirmarse que, como ya anticipaba el propio tenor de la directiva, la reforma contemplada en el Proyecto transformará radicalmente la normativa española de opas. En síntesis, las novedades principales recogidas en el Proyecto son las siguientes: se sustituye el vigente modelo de opa a priori por uno de opa a posteriori; se eliminan las opas parciales obligatorias y se instaura un sistema de opa total; se suprimen los diversos umbrales hasta ahora existentes cuya superación exige la formulación de opa y, con carácter general, quedan refundidos en uno solo (el 30%), más elevado que el mínimo actual; al amparo de lo establecido en la directiva se desarrollan las reglas aplicables en materia de deber de pasividad del órgano de administración y de neutralización de medidas defensivas, con la posibilidad de aplicar en ambos casos la regla de reciprocidad; se reconocen las figuras de la compra y venta forzosas; y, finalmente, se dispone un régimen especial para aquellos accionistas que, a la entrada en vigor de la nueva normativa, tengan una participación entre el 30% y el 50% del capital. Unas y otras previsiones aconsejan un análisis más sosegado.

### 2 · MODELO GENERAL DE OPA

#### 2.1 · Nuevo modelo de opa

El Proyecto mejora sustancialmente el modelo general de opa actualmente existente. En el ámbito temporal, la nueva normativa sustituye el vigente modelo de opa a priori, que obliga a formular una opa para sobrepasar un determinado porcentaje del capital social, por un modelo de opa a posteriori, en el que la oferta sólo deberá formularse una vez

---

\* Socio de Uría Menéndez.

<sup>1</sup> Publicado en BOCG, núm. 108-1, 20 de octubre de 2006.

sobrepasado un determinado umbral de participación en el capital con derecho a voto de una compañía. La opa a posteriori es el modelo propugnado por la directiva y permite eludir algunos de los problemas interpretativos inherentes al sistema actual de opa a priori. Éste requiere analizar la intencionalidad del oferente para determinar si la operación concreta que provoca la superación del umbral de opa forma parte de un curso de acción en el que hubo otras adquisiciones previas con análoga finalidad. En cambio, con la opa a posteriori lo único relevante es comprobar que se ha superado un determinado umbral en un preciso momento, con lo que en principio el modelo gana en claridad y seguridad jurídica. Habrá que estar atentos, no obstante, a las dificultades que puedan existir para regular y determinar el precio equitativo al que deberá formularse la oferta —el precio más alto pagado por el oferente por acciones de la sociedad objetivo durante un período de entre seis y doce meses antes de la oferta—, especialmente cuando se trate de tomas indirectas de control o cuando las adquisiciones previas sobre la base de las cuales deba calcularse dicho precio no hayan sido en efectivo.

En el ámbito cuantitativo, la nueva normativa desecha los supuestos de opa parcial obligatoria (sólo contempla opas parciales voluntarias) y plantea un sistema de opa total, que es el previsto por la directiva. En su momento, entre las motivaciones para la instauración de un modelo de opa parcial se alegó que éste protegería mejor a las empresas nacionales, cuya supuesta menor capacidad financiera podía limitar su participación en el mercado de control de las sociedades cotizadas. Hoy es claro que, en los más de quince años transcurridos desde la promulgación de la vigente normativa de opas, la fortaleza financiera y dimensión de las sociedades españolas han crecido notablemente y, actualmente, las compañías españolas son jugadores activos de los mercados internacionales de control y no precisan de protecciones en forma de opas parciales. Por lo demás, la evidencia empírica nos muestra que el vigente sistema de opa parcial impide que, en adquisiciones de paquetes inferiores al 50% del capital, los accionistas minoritarios puedan vender la totalidad de su participación, por lo que han de permanecer cautivos en una sociedad prácticamente controlada por el oferente; es más, en muchas ocasiones la porción de prima de control derivada de la venta de una fracción de su participación no compensa el descenso de valor que posteriormente suele experimentar la otra fracción que no han podido enajenar.

En el plano de los umbrales cuya superación exige la formulación de opa, se pasa del prolijo y difícilmente manejable régimen actual (25%, 6% en un año y 50%, más los supuestos de opa por designación o intención de designar consejeros) a un simple umbral del 30% del capital con derecho de voto y que, salvo por la regla especial a la que seguidamente aludiremos, se aplicará con carácter general.

El tránsito de un modelo de opa no siempre total, como el actual, a un modelo de opa total exige establecer un umbral de opa más elevado que el mínimo genérico actual (25%) pero inferior al que en cualquier circunstancia otorgaría al adquirente un control indisputable (50%). La directiva alude a este umbral, que habrá de fijar cada Estado, como la adquisición de valores que confieran a un sujeto «un determinado porcentaje de voto» que «le brinden así el control» de la sociedad. En abstracto, ese umbral habría de ser aquel que, atendidas las características del mercado de valores (tasa de concentración de capital, etc.) y en términos promedio, se considere que permite consolidar el control, haciéndolo difícilmente disputable. Ha de ponderarse, por un lado, que un umbral muy bajo reducirá previsiblemente la actividad en el mercado de bloques accionariales favoreciendo que el control, aun disputable, se mantenga en manos de gestores ineficientes, porque los operadores tenderían a evitar aquellas transacciones que generen la obligación de formular opa. En contraste, un umbral demasiado alto también disminuiría el número de ofertas, pero por una razón distinta: en tal caso el mercado de control funcionaría prácticamente al margen del régimen de opas. Desde esta perspectiva, el umbral del 30% fijado en el Proyecto es exigente (por ejemplo, se aplica en el Reino Unido, donde la tasa de dispersión del capital es notablemente superior a la española) pero tiene la virtud de ser claro, lo cual redundaría en beneficio de la seguridad de los operadores, y resulta coherente con los existentes en países de nuestro entorno: además de en el Reino Unido, en Alemania, Italia u Holanda el límite es también del 30%, en Francia es de un tercio y en Suecia del 40%.

## 2.2 · Derecho transitorio

Más reparos y de variado signo planteará probablemente la regla especial establecida para aquellos sujetos que, a la entrada en vigor de la nueva normativa, tengan una participación entre el 30% y el 50% del capital. Merced a esta previsión, estarán obligados a formular opa quienes, partiendo de esa horquilla de participación, adquieran al menos un 5% en doce

meses (se entiende, aunque la norma debería especificarlo, de capital con derechos de voto), o alcancen un 50% del capital con derecho de voto.

Por una parte, habrá quien discutirá la propia conveniencia de establecer la regla especial, en la medida en que el único umbral de opa pasa a ser el 30%, porcentaje empleado para definir el concepto de control conforme a la directiva. Y, por otra parte, habrá quien considere que la posibilidad de adquisición de un 5% anual sin opa resulta en exceso generosa, pues permite consolidar un control de facto indisputable —en el 49,9%— en menos de cuatro años, e incluso incongruente con el nuevo sistema de opas. Así, en otros ordenamientos existen reglas análogas con una formulación más exigente. Por ejemplo, en el Reino Unido, quien tiene una participación entre el 30% y el 50% no puede, sin formular opa, adquirir más de un 1% en doce meses ni superar la participación más alta que haya ostentado en los últimos doce meses<sup>2</sup>. En Francia, por su parte, es posible adquirir sólo un 2% anual hasta el 50% sin formular OPA.

Sin embargo, considerando una y otra postura, la regla establecida puede entenderse ponderada. Ha de repararse en que la no incorporación de una regla de esta índole (o incluso hacerlo como estaba inicialmente previsto en el anteproyecto del que trae causa el Proyecto, donde simplemente se disponía una *vacatio* de dos años para nuevas adquisiciones) conllevaría dar libertad para la adquisición de participaciones adicionales por quienes hoy ostentan participaciones entre el 30% y el 50%. Como normalmente estas participaciones no se han adquirido a través de una oferta dirigida al 100% del capital, pues la norma hoy vigente no lo exige, la ausencia de una previsión como la ahora incorporada permitiría operaciones de consolidación de control indisputable sin haber formulado opa total en ningún momento. La regla propuesta trata, por consiguiente, de atender estas situaciones. No se está imponiendo una aplicación retroactiva de la norma ni en sustancia se empeora la situación de los posibles afectados, pues la regla no se extiende a aque-

llos accionistas que ya ostentan más del 50% (aunque quien hoy puede comprar libremente hasta un 6% anual, con la nueva previsión sólo podrá adquirir hasta un 5%). Por el contrario, simplemente se establece una regla especial para evitar que el cambio normativo (el umbral de opa total desciende desde el 50% al 30%) pueda abocar a situaciones indeseadas. Ello no es óbice para que, con base en la habilitación que la propia disposición contiene, se valore la conveniencia de incorporar algunas excepciones en el desarrollo reglamentario. Éstas podrían referirse a aquellas situaciones en las que el accionista afectado hubiese ya formulado una opa total o aquellas adquisiciones de valores de carácter involuntario, ya sea por resultar de la ejecución de previos acuerdos, por exigencias legales o por otras razones análogas, que con la normativa actual no requieran opa.

### 2.3 · Las ofertas voluntarias

La instauración de un sistema de opa total a posteriori no impedirá que puedan seguir existiendo opas voluntarias. El Proyecto dispone que estas ofertas voluntarias deberán dirigirse a todos los accionistas y estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas obligatorias, pudiendo realizarse, en las condiciones que reglamentariamente se disponga, por un número de valores inferior al total. A su vez, el Proyecto especifica que la oferta obligatoria (aquella que debe lanzarse cuando se adquiere una participación igual o superior al 30%) no será exigible cuando el control se haya adquirido mediante una oferta voluntaria que cumpla los requisitos de una oferta obligatoria. Considerando estas previsiones del Proyecto, quizás convenga distinguir dos tipos de ofertas voluntarias: las puramente voluntarias y las necesarias. Ambas no deberían, a nuestro juicio, sujetarse a las mismas reglas.

Las *ofertas puramente voluntarias* son las que podría formular quien tiene ya una participación superior al umbral de opa establecido (y, en caso necesario, ha formulado ya una oferta obligatoria) o quien desea adquirir participaciones por debajo del umbral de opa establecido (30%). Ha de repararse que, en uno y otro caso, ese sujeto podría adquirir los valores sin necesidad de formular opa, pero, si voluntariamente decide ejecutar la adquisición a través de una *oferta pública*, parece lógico exigir, como dispone el Proyecto, la aplicación de las reglas de procedimiento de las opas obligatorias (autorización de la CNMV, elaboración de un folleto explica-

<sup>2</sup> La regla se aplica en supuestos de accionistas titulares de entre el 30% y el 50% de los derechos de voto que hayan disminuido su participación dentro de dichos márgenes (por ejemplo, quien tenía un 40%, y baja su participación al 38% podría subir hasta el 39% sin formular opa). Fuera de estos casos, quien en el Reino Unido tiene entre el 30% y el 50% no puede adquirir más acciones sin formular opa.

tivo, etc.), en la medida en que está formulando un llamamiento a la generalidad del mercado para adquirir acciones<sup>3</sup>. En cualquier caso, no estará de más que el desarrollo reglamentario aclare qué previsiones pueden calificarse como reglas de procedimiento y cuáles no. Porque en buena lid algunos requisitos de las ofertas obligatorias no deberían aplicarse a las ofertas puramente voluntarias. Nos referimos, por ejemplo, a que las ofertas voluntarias deberían poder formularse a cualquier precio, dirigirse a la adquisición de cualquier porcentaje (al menos mientras no superen los umbrales de opa existentes) o someterse a cualquier condición válida conforme a los criterios del código civil, cuestión esta última sobre la que volveremos más adelante.

Frente a la oferta puramente voluntaria encontraremos la *oferta necesaria*. Con esta denominación nos referimos a aquella oferta que formularía quien tuviese intención de superar el umbral de control establecido y decidiese hacerlo mediante la formulación de una oferta pública. Como sabemos, conforme al Proyecto no es obligatorio que la adquisición del control se realice mediante una oferta y, en esa medida, la oferta que para ello libremente se formule será una oferta voluntaria. Sin embargo y a efectos del desarrollo reglamentario del Proyecto, la circunstancia de que tras la adquisición del control deba formularse una oferta (la oferta obligatoria) aconseja valorar si es oportuno permitir que se adquiera el control mediante una oferta voluntaria que luego habrá de ir seguida de una oferta obligatoria o si, por el contrario, resulta preferible establecer un régimen específico para aquellas ofertas voluntarias que permiten alcanzar el umbral de control establecido (las que aquí denominamos *ofertas necesarias*).

En el primer supuesto, oferente, compañía objetivo, mercado y reguladores deberían previsiblemente enfrentarse a dos procedimientos de opa, la primera voluntaria y, en caso de éxito, la segunda obligatoria. Por el contrario, en la segunda alternativa la oferta voluntaria (*necesaria*) sería la única, para lo cual habría lógicamente de sujetarse con carácter general a los requisitos (opa total, precio equitativo, etc.) y reglas de procedimiento de la oferta obligatoria,

salvo algunas excepciones a las que luego aludiremos<sup>4</sup>. Esta última solución evitaría que el mercado deba soportar dos ofertas y, por ello, aunaría simplicidad y economía. Asimismo, permitiría eludir los problemas de acción colectiva que previsiblemente afectarían a la oferta voluntaria inicial en el caso de seguir el sistema de doble oferta pues, ante la perspectiva de poder vender en una segunda oferta obligatoria en unas condiciones al menos iguales a las de la oferta inicial<sup>5</sup>, la decisión racional de un accionista en un mundo ideal sería no disponer de sus acciones. Nuestra tesis es, en efecto, que quien pretenda adquirir mediante oferta pública una participación de control deberá formular una oferta sobre la totalidad de las acciones y a un precio equitativo —si es que ha adquirido acciones durante el período de cálculo del precio equitativo—, como en una oferta obligatoria. La oferta continúa siendo voluntaria en su origen —nada exige que la adquisición del control se instrumente mediante opa previa—, pero obligatoria en su formulación<sup>6</sup>. No se trata, por lo demás, de introducir de nuevo en el sistema el elemento intencional abandonado con la sustitución de la opa a priori por la opa a posteriori, pues el criterio para considerar si estamos ante una opa necesaria habría de ser objetivo: si la opa se dirige a la adquisición de un número de valores que permitan alcanzar o superar el umbral de control, entonces debería someterse al régimen propuesto.

Con todo, estas ofertas necesarias no podrían equipararse por completo a la oferta obligatoria, pues las circunstancias de quien formula una oferta necesaria pueden no coincidir con las del que debe lanzar una oferta obligatoria. En materia de precio, ha de repararse que en las ofertas obligatorias aquél ha de

3 Este es, por lo demás, el régimen actualmente vigente. Conforme al artículo 8 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, las ofertas voluntarias sobre valores admitidos a negociación en bolsa habrán de ser autorizadas por la CNMV.

4 Entre dichas excepciones resulta fundamental la posibilidad de que la oferta necesaria pueda someterse, entre otras condiciones, a la de que mediante la oferta el oferente alcance una participación de control. De otro modo, el sistema conduciría a resultados injustos, pues se estaría sujetando la oferta a los requisitos de una obligatoria sin que finalmente el oferente adquiera el control.

5 Repárese en que, si tras la oferta voluntaria inicial se superase el umbral de opa, habría que formular entonces una opa obligatoria, cuyo precio no podría ser inferior al máximo pagado por el oferente en un período de entre seis y doce meses anterior a la oferta obligatoria.

6 Este es el sistema seguido, por ejemplo, en el *Takeover Code* británico: «when any person (...) is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights (...) such person shall extend offers (...) to the holders of any class of equity share capital (...)» (Rule 9.1).

ser equitativo y esa cualidad se predica del precio más elevado abonado en un determinado período (entre seis y doce meses) antes de la oferta. En las ofertas obligatorias el oferente normalmente ha adquirido su participación de control en los meses precedentes y sobre la base de ese precio (o del más elevado al que haya adquirido acciones) se debe formular la oferta. La misma regla debería operar en el caso de ofertas necesarias siempre que se hayan adquirido acciones durante el período de cálculo del precio equitativo.

Por último, quizás la diferencia principal entre las ofertas voluntarias (puramente voluntarias y necesarias) y las ofertas obligatorias debería radicar en materia de condiciones. Parece lógico que las ofertas obligatorias no deberían poder someterse a condición alguna, pues de lo contrario resultaría muy sencillo burlar la obligación de opa tras una adquisición de control<sup>7</sup>. En cambio, la conclusión debe ser diferente en el caso de las ofertas voluntarias: quien es libre para decidir la formulación de una oferta debería también serlo para establecer las condiciones a cuyo cumplimiento condiciona la efectividad de aquélla. No podemos desconocer que, en nuestra tradición, el abanico de condiciones disponible en materia de ofertas públicas viene siendo muy limitado<sup>8</sup> y que tradicionalmente estas restricciones se han vinculado con la irrevocabilidad de las ofertas<sup>9</sup>. Sin embargo, el carácter irrevocable de la oferta no se ve en realidad afectado por el hecho de aquélla se someta a una condición válida conforme a los parámetros del código civil, porque uno y otra juegan en planos diferentes. La oferta es irrevocable

porque, una vez formulada, escapa al ámbito de decisión del oferente y ello no cambia por la incorporación de una condición, en la medida en que no sea puramente potestativa, dado que ésta no permite al oferente revocar aquella declaración de voluntad. Lo único que en verdad debería preocuparnos es exigir que el régimen condicional resulte compatible con el procedimiento complejo que acompaña a la oferta pública y no introduzca distorsiones que dificulten la administración y ejecución de dicho proceso. Por ello, el cumplimiento de las condiciones debería ser susceptible de verificación antes de la finalización del plazo de aceptación de la oferta y las condiciones deberían ser objetivas y claras en su formulación.

### 3 · LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR OPA Y EL PROBLEMA DE LOS PACTOS PARASOCIALES

Conforme al Proyecto, la obligación de formular opa se circunscribe a aquellos sujetos que adquieran el control de una sociedad cotizada (alcanzar o rebasar el 30% del capital con derecho a voto), ya sea mediante la adquisición directa o indirecta de valores que confieran derechos de voto, mediante pactos parasociales o mediante otros supuestos análogos que se establezcan reglamentariamente. La opa, según el Proyecto, ha de referirse a la «totalidad de los valores» y a «todos sus titulares a un precio equitativo». Así contemplada, la previsión merece algunas reflexiones.

Llama la atención en primer lugar que la oferta deba dirigirse a la totalidad de los valores, pues ello incluiría instrumentos que no dan ni permiten adquirir derechos de voto. Lo lógico es que la opa obligatoria se limite a la totalidad de las acciones con derecho de voto y demás valores que den derecho a su adquisición o suscripción. Asimismo, la debida congruencia con el establecimiento de un sistema de opa a posteriori aconseja que, cuando la superación del umbral de opa se produzca por la adquisición de valores convertibles o canjeables, la opa no se formule hasta que dichos valores se conviertan o canjeen efectivamente, pues no será hasta ese momento cuando el accionista habrá superado el umbral (una solución similar propugna el *Takeover Code* británico<sup>10</sup>).

<sup>7</sup> Es de destacar, sin embargo, que, por ejemplo, en el *Takeover Code* británico (*Rule 9.3*) las ofertas obligatorias pueden condicionarse a la adquisición del 50% de los derechos de voto. Ha de repararse, no obstante, en que la previsión indicada tiene su sentido pues, conforme a dicho código, existe un doble umbral de opa cuyo límite superior se sitúa precisamente en el 50% (debe formularse una opa total si se supera el 30% o si, quien tiene entre el 30% y el 50%, adquiere más acciones).

<sup>8</sup> Las condiciones actualmente admisibles son la adquisición de un número mínimo de valores (igual o superior al 20 por 100 del número máximo al que se extiende la oferta) y la adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada, posibilidad esta última introducida mediante la reforma realizada mediante el Real Decreto 432/2003, de 12 de abril.

<sup>9</sup> Véase, con una crítica a las limitaciones existentes para establecer condiciones a las opas y defendiendo la admisibilidad de la formulación de opas condicionales mientras la condición tenga carácter futuro e incierto y no dependa de la exclusiva voluntad del oferente, GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. «¿Cabe formular una opa bajo condición? A propósito de una polémica reciente». La Ley, 12 de junio de 2000.

<sup>10</sup> *Rule 9.1, Note 10*: «(...) In general, the acquisition of securities convertible into, warrants in respect of, or options or other rights

Pero, quizás, uno de los extremos que previsiblemente generará más debate es el supuesto de formulación de opa por concertación, merced al cual deberá formularse una opa cuando «*mediante pactos parasociales con otros titulares de valores*» se alcance al menos un 30% del capital con derecho de voto. En relación con ello, es conveniente hacer algunas consideraciones tanto en el plano técnico como en el político.

En el plano técnico, la construcción del supuesto de hecho a partir del concepto de pacto parasocial, sin matización alguna, no parece la más acertada, pues razonablemente nos remite a la definición incluida en el artículo 112 de la ley del mercado de valores<sup>11</sup> (pactos sobre el voto en junta general o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de acciones). Esta previsión puede, por un lado, generar inseguridad y resultar en exceso exigente al incluir supuestos en los que las partes concertadas no dispondrán de control aun a pesar de haber suscrito un pacto parasocial; y, por otro, podría incluso dejar fuera algunos supuestos de control conjunto en la medida en que su instrumentación no tenga cabida en la indicada definición. En definitiva, el concepto de pacto parasocial del artículo 112 de la ley del mercado de valores no sólo es más amplio sino que incluso puede no coincidir con la concertación para un control conjunto, que es lo único que debería interesar a efectos de la normativa de opas. No es lo mismo que dos accionistas se pongan de acuerdo en un momento puntual para votar un determinado acuerdo social (por ejemplo, el nombramiento de un consejero o la realización de una determinada operación societaria) que el establecimiento de una política común duradera para influir en la gestión o controlar la sociedad. Ambos son pactos parasociales del referido artículo 112, pero a efectos de la normativa de opas quizás su tratamiento no debería

ser parejo, pues el único relevante habría de ser el segundo. Este criterio que aquí propugnamos ya estaría por lo demás reflejado en la vigente normativa sobre comunicación de participaciones significativas, donde se definen este tipo de acuerdos como aquéllos en los que las partes quedan obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad. A la vista de ello, merecería la pena valorar si el concepto de concertación relevante a efectos de opas debe mantener la amplitud que hoy propugna el Proyecto o circunscribirse a aquellos acuerdos que, incluso sin ser pactos parasociales del artículo 112, conlleven la ejecución de una política común duradera en la sociedad cotizada. Nosotros nos decantamos por la segunda alternativa y, por consiguiente, por una más clara y adecuada configuración del concepto de concertación en materia de opas.

En el ámbito político, ha de resaltarse que el Proyecto opta por el más exigente concepto de concertación pura (la simple suscripción del pacto genera la obligación de opa) frente a la concertación en la adquisición (donde además se precisa que alguna de las partes adquiera acciones). Antes de la implantación de este modelo de concertación pura convendría sopesar algunas cuestiones. De un lado, su debida coordinación con las medidas de neutralización a las que luego nos referiremos, pues resultaría incongruente que quienes son obligados a formular una opa por haberse concertado puedan ver cómo su pacto deviene ineficaz cuando un tercero lanza otra oferta. De otra parte, deberán valorarse las dificultades que puede conllevar la administración del sistema (quién está obligado a formular la oferta, a qué precio —pues podría no haber adquisición previa de referencia—, cómo afecta a la vigencia del pacto que generó la obligación de opa, etc.). Y, por último, la experiencia del derecho comparado, donde Alemania o Francia han optado por la concertación pura, mientras que, por ejemplo, Reino Unido exige concertación en la adquisición.

*to subscribe for, new shares does not give rise to an obligation under this Rule to make a general offer but the exercise of any conversion or subscription rights or options will be considered to be an acquisition of an interest in shares for the purpose of the Rule. (...)*

<sup>11</sup> Además del nuevo artículo 60 previsto en el Proyecto, las únicas menciones al concepto de pacto parasocial en la ley del mercado de valores son las contenidas en los artículos 112 (donde se define el concepto) y 116 (donde se alude a él en relación con el contenido del informe anual de gobierno corporativo). Esta circunstancia determina que la interpretación natural del concepto haya de referirse a lo explicitado en los indicados artículos, especialmente en el 112 e incluso aunque la definición allí incorporada lo es sólo, como refiere el artículo citado, a los efectos del título X de la ley del mercado de valores.

## 4 · PASIVIDAD, MEDIDAS DEFENSIVAS Y RECIPROCIDAD

### 4.1 · Pasividad

En materia de deberes de pasividad de los órganos de administración, el Proyecto transpone el régimen ordinario previsto en la directiva, esto es, que los administradores habrán de obtener la autorización

previa de la junta general (con el quórum y mayoría exigidos por el artículo 103 de la ley de sociedades anónimas) antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, o antes de ejecutar total o parcialmente otras decisiones fuera del curso ordinario de las actividades de la compañía y que puedan frustrar el éxito de la oferta. Como excepción al régimen general y con la finalidad de coordinar la previsión con los tiempos de una opa, la junta podrá convocarse con una antelación mínima de quince días.

La norma propuesta continúa la tradición del deber de pasividad de los administradores que hoy se refleja en el artículo 14 del vigente, Real Decreto 1197/1991. Aunque el paso del tiempo y la experiencia han atemperado en términos prácticos la exigencia del precepto, la previsión incluida en el Proyecto insiste en el principio de que los administradores no puedan interferir en el proceso de la opa, en consonancia, por lo demás, con sus deberes fiduciarios, debiendo contar con la expresa y previa aprobación de la junta general de accionistas para realizar cualquier actuación que pueda frustrar el éxito de la oferta. Al margen de la búsqueda de ofertas alternativas, la única salvedad que admite la normativa propuesta, también prevista en la directiva, es la referente al régimen de reciprocidad, a la que luego aludiremos.

Aunque se trata de una cuestión ajena a la reciente tradición de nuestro ordenamiento, quizás convendría valorar la posibilidad de que cada sociedad pueda individualmente acordar la no aplicación de la regla de pasividad. En síntesis, supondría mantener la regla general de pasividad pero permitir que cada sociedad pueda derogarla mediante una modificación estatutaria, en su caso con algún tipo de mayoría reforzada. Naturalmente, ello no conllevaría la instauración de un sistema de «todo vale» cuando la sociedad es objeto de una opa; al contrario, el régimen general de deberes fiduciarios de los administradores continuaría siendo plenamente aplicable, como en cualquier decisión u operación societaria, lo cual aconsejaría, en no pocos casos, recurrir a la junta general para acordar o convalidar determinadas actuaciones. Pero tendría la virtud de referenciar exclusivamente en el marco de la ley de sociedades anónimas y el régimen de deberes de los administradores las actuaciones de éstos pendiente la oferta y ayudaría a resolver los problemas de acción colectiva de los accionistas, especialmente en supuestos de ofertas coactivas que requieren una actuación inmediata y centralizada.

En definitiva, en lugar de aplicar la regla de estricta neutralidad proveniente del *Takeover Code*, se trataría de trasladar a nuestro ordenamiento los principios de la regla del juicio de negocio o *business judgment rule*<sup>12</sup> desarrollada en la práctica norteamericana, permitiendo que, bajo determinadas circunstancias y aun asumiendo los riesgos que ello supone, los administradores de una compañía objetivo de una opa puedan adoptar decisiones relevantes en el mejor interés de todos sus accionistas sin obtener la previa aprobación de la junta general u obteniéndola a posteriori<sup>13</sup>. La puesta en práctica de medidas

<sup>12</sup> La *business judgment rule*, elaborada por la jurisprudencia norteamericana (especialmente en el Estado de Delaware) confiere un ámbito de discrecionalidad, no susceptible de escrutinio judicial, a la actuación de los administradores cuando éstos adoptan decisiones de negocio sin menoscabo de sus deberes fiduciarios, con independencia de que las decisiones se revelen o no acertadas. Dos son los estándares de conducta que definen la *business judgment rule*, en función de las circunstancias a las que se enfrenta la compañía objetivo (si simplemente trata de defenderse de una adquisición hostil o si está inmersa en un proceso de venta y cambio de control):

(i) En *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum* el Tribunal Supremo de Delaware, en un asunto que implicaba la defensa por parte de los administradores de Unocal frente a un oferente hostil (*Mesa Petroleum*), decidió que el empleo de medidas defensivas por parte de Unocal constituía una reacción justificada y razonable frente a la amenaza que representaba *Mesa Petroleum*. En opinión de los administradores, los términos de la oferta (con contraprestación parte en dinero y parte en bonos) no valoraban adecuadamente la compañía y la propia oferta constituía una amenaza para la compañía y sus administradores. El Tribunal entendió que los administradores, en la medida en que razonablemente perciban una amenaza para la compañía, pueden adoptar medidas defensivas que constituyan una defensa proporcionada a tal amenaza.

(ii) En *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, el mismo Tribunal analizó la lucha por el control de Revlon entre un oferente hostil (*Ronald Perelman*, dueño de *MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*) y el oferente preferido por los administradores (*Forstmann Little*). Tras varias ofertas y contraofertas, *Forstmann* condicionó su oferta final a la concesión de una opción (con un descuento sobre mercado) para adquirir dos divisiones de Revlon si el otro oferente lograba más de un 40% del capital de Revlon. El Consejo de Revlon aprobó unánimemente la propuesta de *Forstmann*, pero el Tribunal invalidó ese *lock-up*, estimando que los administradores de Revlon habían incumplido sus deberes de lealtad y diligencia, dado que el objetivo del *lock-up* no era fomentar la realización de ofertas, sino más bien impedir las. Aprovechando esta decisión, el Tribunal estableció un nuevo estándar de conducta para los administradores en supuestos de adquisiciones, determinando que, en un contexto en el que la compañía «se ha puesto en venta», los administradores debe tratar de obtener el mayor valor razonablemente disponible para el accionista en el corto plazo.

<sup>13</sup> KIRCHNER, Christian y PAINTER, Richard W., «Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law». *European Business Organizations Law Review* disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=247214> o DOI: [10.2139/ssrn.247214](https://doi.org/10.2139/ssrn.247214).

de esta índole podría contribuir a incrementar la eficiencia de los procesos de cambio de control societario, atribuyendo a quienes pueden estar en mejor disposición para adoptar las decisiones más acertadas en caso de ofertas coactivas la competencia para hacerlo. Supondría, justo es reconocerlo, un cambio sustancial en el modelo hoy vigente, pues los administradores gozarían de mayor libertad a costa de la asunción de un riesgo incrementado, la mayor libertad reduciría el protagonismo de autoridades y reguladores, previsiblemente se incrementarían los litigios societarios y la responsabilidad última del correcto funcionamiento del sistema recaería en el control jurisdiccional, lo que a su vez exige contar con juzgadores preparados y habituados a este tipo de cuestiones<sup>14</sup>.

#### 4.2 · Neutralización

La neutralización de medidas defensivas busca incentivar el mercado de control societario, haciendo ineficaces medidas contractuales y estatutarias limitadoras de derechos de voto o restrictivas de la libre transmisibilidad de los valores durante el curso o con posterioridad a una oferta de adquisición exitosa. Parte por consiguiente de la asunción de que resulta preferible estimular el mercado de control societario —que haya más opas, en definitiva—, de que los accionistas significativos que no ejercen un control indisputable son un obstáculo para la promoción de ese mercado y de que los blindajes y medidas defensivas son con carácter general contraproducentes y negativos para aquel fin. Sin embargo, como veremos, la neutralización no es intrínseca ni generalmente provechosa y puede introducir, combinada con la regla de reciprocidad a la que después no referiremos, una complicada e injustificada distorsión en el sistema de opas.

El Proyecto otorga libertad a cada sociedad para decidir si aplica o no medidas de neutralización. La decisión habrá de adoptarse por la junta general conforme al artículo 103 de la ley de sociedades anónimas. Además, la sociedad podrá acordar no aplicar las medidas de neutralización en su caso acordadas cuando el oferente no esté sujeto a medidas equivalentes (reciprocidad). La previsión sigue la estela de lo establecido en Alemania, en Francia o en el Reino Unido, donde la regla general es la de no neutralización, salvo acuerdo en contrario de

cada sociedad. En efecto, aunque la regla de neutralización favorece el mercado de control de sociedades, su novedad y desventajas aconsejan su no implantación o, cuando menos —el mal menor—, dejar al arbitrio de cada sociedad su puesta en práctica.

En primer lugar, la regla supone una excepción al principio de soberanía de los accionistas, dado que puede hacer inaplicables previsiones estatutarias o acuerdos parasociales votados o pactados por aquellos. Además, la necesidad de que en caso de neutralización se establezca una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de derechos<sup>15</sup> determinará, probablemente, que el recurso a la neutralización sea con carácter general escaso.

En segundo lugar, la neutralización no discrimina entre ofertas que crean valor o que lo destruyen; al contrario, cualquier oferente podría beneficiarse de la neutralización<sup>16</sup>. En cierto modo, la neutralización parte de un prejuicio hacia los accionistas minoritarios de control (aquellos que tienen una participación minoritaria que confiere influencia significativa o un control disputable), pero en ocasiones son estos accionistas los que mejor pueden distinguir entre una oferta beneficiosa o una oferta coactiva y no están sujetos a los problemas de acción colectiva de los minoritarios dispersos<sup>17</sup>.

En tercer lugar, la neutralización no beneficia necesariamente a los accionistas minoritarios. En abstracto, la neutralización permite, en sociedades con un accionista minoritario de control, formular una oferta sin contar con ese minoritario, lo que normalmente abarata los costes del oferente, que no tiene que negociar con el minoritario de control y puede formular su oferta a un precio sensiblemente

<sup>15</sup> Así lo exige la directiva de opas en su artículo 11.5.

<sup>16</sup> BURKHART, Mike y PANUNZI, Fausto «Takeovers». Finance Working Paper Nº 118/2006. February 2006. European Corporate Governance Institute.

<sup>17</sup> En una compañía con neutralización y con un minoritario de control y un *free float* elevado, una oferta puede resultar exitosa en la medida en que se ofrezca un precio que refleje el valor real estimado de la compañía tras la oferta (que incorpora las sinergias derivadas del control por el oferente). A ese precio, la decisión racional de los minoritarios es acudir a la oferta, incluso aunque tras ella los beneficios privados que extraiga el nuevo accionista superen a los que venía extrayendo el accionista minoritario de control (oferta coactiva).



inferior<sup>18</sup>. Si, formulada la oferta, el minoritario de control quiere mantener su posición deberá competir con el primer oferente, lo cual sí redundará entonces en beneficio del resto de accionistas, que verán incrementado el precio de sus acciones. Pero, como puede comprenderse, este curso de acción presupone que el minoritario de control puede y quiere luchar por el control. En caso contrario, por ejemplo cuando el minoritario de control tiene limitaciones de recursos que le impiden competir con el oferente inicial, no está claro que los minoritarios se beneficien de la neutralización.

En cuarto lugar, y aunque no parece probable que sociedades con minoritarios de control acuerden la neutralización de medidas defensivas, ésta puede incentivar que el minoritario de control acabe elevando su participación por encima del 25% (y con la nueva normativa podría hacerlo hasta el 30% sin necesidad de formular opa), pues así se situaría en una posición de veto ante un escenario de cambio de control<sup>19</sup>.

Y, finalmente, la implantación de medidas de neutralización con carácter general podría favorecer la creación de estructuras accionariales más complejas que, tratando de escapar a sus efectos, acaben frustrando el objetivo perseguido.

Por lo demás y en caso de que fuesen implantados, convendría valorar convenientemente la debida congruencia de los mecanismos de neutralización con el resto del sistema de opas. Cuestiones como su efecto desincentivador sobre aquellos blindajes que resultasen provechosos para una compañía y sus accionistas o la ya aludida y necesaria coordinación con los supuestos de opa por concertación habrían entonces de incorporarse al análisis.

<sup>18</sup> El minoritario de control trataría de obtener una compensación adicional por la prima de control asociada a su paquete accionarial, es decir, vendería en la medida en que el precio ofrecido compensase también los beneficios privados que obtiene de su participación. Los problemas de acción colectiva impedirían a los minoritarios acceder a ese sobreprecio y la decisión racional de éstos sería vender en la medida en que el precio ofrecido alcance el valor real estimado de la compañía tras la oferta, bajo el control del oferente. Vid. BURKHART, Mike y PANUNZI, Fausto, op. cit.

<sup>19</sup> Conforme a la directiva y al Proyecto, cuando se acuerde la neutralización, la ineficacia de las medidas defensivas tras una oferta exitosa se condiciona a que el oferente alcance el 75% de los derechos de voto. Cualquier participación superior al 25% confiere por consiguiente un derecho de veto en tales circunstancias, al impedir la neutralización de las medidas defensivas.

Para finalizar, interesa formular dos pequeños y concretos apuntes críticos al Proyecto en materia de neutralización. El primero es que la adecuada conformidad de la norma española con la directiva aconsejaría precisar que la neutralización de las restricciones a la libre transmisibilidad contenidas en pactos parasociales sólo se ha de referir a las contenidas en pactos concluidos tras el 21 de abril de 2004, fecha de adopción de la directiva. Y el segundo es que convendría suprimir o al menos aclarar la equívoca exigencia de que la mayoría requerida para revocar una decisión previa de neutralización de medidas defensivas deba «coincidir» con la mayoría que adoptó la decisión original. Si de lo que se trata es de requerir que la revocación se adopte con las mismas reglas de mayoría que la decisión inicial, así debería preverse. Si, por el contrario, se precisara una coincidencia material con la mayoría original, la previsión sería contraria al sistema de nuestro derecho de sociedades (la derogación de un previo acuerdo social no precisa, lógicamente, la obtención de una mayoría igual o superior) y, de implantarse, exigiría comparar no sólo mayorías sino también los quórum de asistencia en una y otra junta general, celebradas en momentos y en circunstancias diferentes y, por consiguiente, difícilmente equiparables.

#### 4.3 · La regla de reciprocidad

Como es sabido, la directiva establece un complicado sistema para que los Estados miembros y las compañías apliquen o no las reglas de pasividad y neutralización. Parte esencial de ese sistema, adoptado como solución de compromiso para permitir la aprobación de la directiva, son las previsiones sobre reciprocidad. Conforme al art. 12.3 de la directiva, los Estados miembros podrán eximir a las sociedades de las reglas de pasividad y de neutralización de medidas defensivas si son objeto de una oferta por parte de una sociedad que no aplica las mismas disposiciones (o por parte de una entidad controlada directa o indirectamente por esta última)<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> Durante la tramitación de la directiva, algunos Estados vieron con preocupación cómo en algunas jurisdicciones se levantaban las medidas anti-opa mientras que en otras persistían, favoreciendo a las compañías que podían seguir aplicando restricciones y permitiendo que éstas tomaran control de aquellas donde se habían liberado los blindajes. Para mayor información, BECHT, Marco, «Reciprocity in Takeovers» Working paper n° 14/2003, October 2003. ECGI Working Paper Series in Law.

Esta regla de reciprocidad es por tanto fruto del compromiso entre Estados para lograr la aprobación de la directiva y sólo puede entenderse desde la perspectiva de autoprotección de la economía y las empresas nacionales, puesto que, estrictamente hablando, el que la sociedad oferente no esté sujeta a la regla de pasividad o no aplique medidas de neutralización habría de resultar indiferente para la sociedad objetivo de la opa, en la medida en que no es ésta quien ha formulado la oferta.

El Proyecto ha incorporado la regla de reciprocidad tanto en materia de pasividad como de neutralización de medidas defensivas. Dispone al efecto que las sociedades podrán no aplicar la regla de pasividad cuando el oferente o quien controle al oferente no esté a su vez sujeto a la regla de pasividad, previéndose que las medidas anti-opa que en tal caso se apliquen hayan de contar con la autorización de la junta general con una antelación no superior a 18 meses<sup>21</sup>. Y, respecto de la neutralización de medidas defensivas, también prevé que las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que en su caso tuvieran vigentes cuando sean objeto de una opa formulada por una entidad o grupo que no hubiera adoptado medidas de neutralización equivalentes.

Bajo nuestro criterio, la principal consecuencia de la aplicación de la regla de reciprocidad es que puede provocar efectos contrarios a los perseguidos por la directiva. Entre los principales objetivos de la directiva se cuenta (vid. p.ej. considerando 19) el favorecer la posibilidad de que todo oferente pueda adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de éstas; es decir, entre las finalidades del proceso armonizador impulsado por la directiva está el fomento del mercado de control societario en Europa y de ahí las previsiones sobre deber de pasividad y neutralización de medidas defensivas incluidas en los artícu-

los 9 y 11 de la directiva, destinadas fundamentalmente a hacer disputable el control. Pues bien, la regla de reciprocidad trabaja precisamente en el sentido opuesto: viene a dificultar la toma de control de compañías en la medida en que, de aplicarse en toda su extensión, instauraría un club cerrado de sociedades que serían las únicas habilitadas para beneficiarse de la regla de pasividad y de la neutralización de medidas defensivas.

Aunque, como decimos, pueda argumentarse que la introducción de la reciprocidad en la directiva ha venido principalmente motivada por un ánimo proteccionista de las economías nacionales, ha de repararse en que, conforme está formulada en el artículo 12 de la directiva y en el Proyecto (nuevos artículos 60 bis y 60 ter de la ley del mercado de valores), la aplicación literal de la regla de reciprocidad podría conducir a resultados más amplios y, si no absurdos, al menos sorprendentes. En efecto, tal y como aparece configurada en la directiva y en el Proyecto, su aplicación simplemente requiere que la sociedad que formula la opa «no aplique las mismas disposiciones» sobre pasividad o neutralización, que no esté sujeta a las normas sobre pasividad o que no haya «adoptado medidas de neutralización equivalentes». Por consiguiente, las situaciones en las que podría aplicarse la reciprocidad son variadas y algunas de ellas poco tienen que ver con las motivaciones proteccionistas de la economía nacional a las que nos referíamos. El oferente afectado puede tratarse de una sociedad cotizada extranjera en cuya jurisdicción no se aplican las medidas de pasividad o de neutralización (supuesto A). Puede ser una sociedad cotizada extranjera que voluntariamente ha decidido no aplicar las reglas de pasividad o neutralización (supuesto B). Puede tratarse también de una sociedad cotizada española que ha decidido no aplicar las reglas de pasividad o neutralización (supuesto C). Y puede tratarse, en definitiva, de una entidad no cotizada o una persona física, española (supuesto D1) o extranjera (supuesto D2), que, conforme a su naturaleza<sup>22</sup>, no está sujeta ni a la regla de pasividad ni a neutralización alguna de medidas defensivas. Por tanto, llevada la previsión de reciprocidad a sus consecuencias más extremas y literales, la aplicación de los mecanismos de neutralización y pasividad acabaría restringida a las ofertas

<sup>21</sup> Si se observa, la aplicación al deber de pasividad del criterio de reciprocidad, al requerir una previa autorización de la junta general, vendría a suavizar notablemente el deber de neutralidad de los administradores en un sentido comparable al que comentábamos al analizar la regla de pasividad en el apartado 4.1 precedente, donde reflexionábamos acerca de la posibilidad de que la sociedad pueda liberar a los administradores con carácter general del estricto deber de neutralidad. El problema reside en que, fuera de la previsión de la directiva que explica su incorporación en el Proyecto, no parece haber un motivo claro por el que esté justificado en casos de reciprocidad y no en otros supuestos.

<sup>22</sup> Asumimos a estos efectos que, como ocurre en España, en derecho comparado las sociedades no cotizadas no están tampoco sujetas a medidas de pasividad o neutralización.

que entre sí se formulen aquellas sociedades cotizadas que aplican tales mecanismos, como si fuese una suerte de club privado y exclusivo donde se veta la entrada a cualquier extraño.

Ciertamente, podría argumentarse que la inclusión de los supuestos D1 y D2 antes enunciados (entidades no cotizadas y personas físicas, españolas y extranjeras) dentro de los márgenes de la reciprocidad resulta excesiva e incluso contraria a lo buscado por la directiva<sup>23</sup>. La reciprocidad puede perjudicar a aquellos potenciales oferentes que no son compañías cotizadas sin que, más allá de las diferencias propias de la naturaleza de entidad no cotizada, parezca existir una justificación motivada para que ello sea así. De una parte, resultaría absurdo exigir que una entidad no cotizada se sometiese a las reglas de pasividad o de neutralización para poder competir en igualdad de condiciones en el mercado de control de sociedades, por impracticable y carente de sentido; y, de otra, no parece razonable que la reciprocidad haga tabla rasa y no discrimine en función de la naturaleza de cada oferente y de los atributos que ésta le confiere. Pero, a nuestro juicio, el argumento también corta por el otro lado. Si excluyésemos los supuestos D1 y D2 de nuestro análisis y concluyésemos que cuando la opa es formulada por una persona física o por una entidad no cotizada la regla de reciprocidad no es aplicable, estaríamos provocando igualmente un resultado absurdo, porque entonces no se entendería por qué deben configurarse trabas —la reciprocidad, en definitiva— para la formulación de opas entre sociedades cotizadas en función de si aplican o no pasividad y neutralización, y, en contraste, dar libertad cuando la oferta es formulada por una entidad no cotizada, incluso extranjera. Una tercera posibilidad sería entender que la exigencia de reciprocidad sólo aplica frente a oferentes extranjeros, sean o no entidades cotizadas, pero ello, amén de resultar

probablemente contrario al Tratado de la Unión, no encuentra respaldo ni en el texto de la directiva ni en el Proyecto.

A la vista de cuanto antecede, estamos ya en condiciones de enunciar varias conclusiones críticas sobre la oportunidad de aplicar la reciprocidad. La primera de ellas es que la reciprocidad dificulta el mercado de control y puede perjudicar a los accionistas minoritarios en la medida en que reduciría el número de oferentes potenciales. Además, es sabido y figura empíricamente demostrado que la disponibilidad de un mayor número de potenciales oferentes suele asociarse con mayores primas, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido<sup>24</sup>. La segunda es que, tal y como está formulada, la regla de reciprocidad puede conducir a resultados absurdos y poco justificables, tanto si a ella incorporamos a las entidades no cotizadas y a las personas físicas como si las mantenemos al margen: en uno y otro supuesto y por las distintas razones antes enunciadas no hay justificación razonable para dar un tratamiento divergente a sociedades cotizadas de una parte y a entidades no cotizadas y personas físicas de otra. La tercera conclusión, ya podemos decirlo, es que, lejos de alimentar el proteccionismo patrio, la reciprocidad se presenta como una previsión caprichosa y asimétrica que promueve sus efectos a nacionales y extranjeros. Y, por último, no parece en definitiva que el modo más adecuado de suavizar la regla de la pasividad o la neutralización sea permitir la aplicación de la reciprocidad cuando el oferente no se sujeta a aquéllas, porque la justificación e intereses a los que la pasividad y neutralización sirven poco o nada tienen que ver con el criterio de la reciprocidad; atemperar los deberes de pasividad o las reglas de neutralización con el pretexto de la reciprocidad introduce en fin un elemento extraño y distorsionador en el sistema.

## 5 · RÉGIMEN DE VENTA Y COMPRA FORZOSAS (SQUEEZE-OUT Y SELL-OUT)

El régimen de venta y compra forzosas tras la formulación de una oferta es una de las principales

23 El considerando 21 de la directiva se refiere a la regla de reciprocidad indicando que los Estados podrán «no exigir a las sociedades que aplican estas disposiciones [pasividad y neutralización] en virtud de disposiciones opcionales que las apliquen cuando sean objeto de una oferta formulada por sociedades que no aplican dichas disposiciones como consecuencia de esas mismas disposiciones opcionales». Es claro que la no aplicación por una sociedad no cotizada o por una persona física de las normas de pasividad o neutralización no es «consecuencia de esas mismas disposiciones opcionales» sino más bien de la naturaleza del sujeto en cuestión y sobre la base de ello podría sostenerse que las sociedades no cotizadas y las personas físicas no estuvieron en el ánimo de los redactores de las previsiones sobre reciprocidad.

24 LEFANOVIC, Craig E. y ROBINSON, John R. «Multiple Bids, management Opposition and the Market for Corporate Control». *Financial Review* 35, 2000, y FRANKS, Julian R. y HARRIS, Robert S., *Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U.K. experience 1955-1985*, *Journal of Financial Economics* 23, citados por BECHT, Marco, op. cit.

novedades de la directiva y su implantación en España ayudará sin duda en la ejecución de operaciones *public to private* que, hasta ahora, se realizaban a través de vías alternativas no exentas de riesgos, como por ejemplo el recurso a la amortización forzosa de acciones. En las operaciones *public to private* el control completo tiene un valor sustancialmente superior al control mayoritario (menores costes, aprovechamiento íntegro de sinergias, economías de escala, aplicación libre de políticas de grupo, etc.) y los mecanismos de venta y compra forzosa pueden ayudar a la realización de este tipo de operaciones protegiendo a la vez los derechos de los accionistas minoritarios.

En efecto, es sabido que los mecanismos de *squeeze-out* pueden ayudar a mejorar las dinámicas de las ofertas de adquisición. Sin ellos, los accionistas de la sociedad objetivo, cautivos de la acción colectiva, pueden verse tentados de adoptar una decisión no óptima para sus intereses. Veámoslo con un ejemplo, que reproduce la conocida paradoja de Grossman y Hart<sup>25</sup>. Un oferente formula una oferta a un precio (13) que incorpora una prima sobre la cotización (10), pero los accionistas entienden que el valor real de la compañía tras la oferta (15) será superior al ofertado por el oferente (el oferente prevé obtener determinadas sinergias o beneficios adicionales una vez que controle la compañía y por eso formula la oferta). Antes de decidir, cada accionista comparará, por consiguiente, el valor de cotización pre-oferta (10), el precio de la oferta (13) y el precio estimado de la compañía post-oferta (15, que incorpora el mayor valor derivado de la gestión de la compañía por el oferente y de las sinergias que generará). Si el precio post-oferta es el mayor, ésta sólo tendrá éxito en la medida en que el oferente ofrezca precisamente el precio post-oferta pero, evidentemente, a ese precio nadie lanzaría una oferta, pues perdería dinero (los costes asociados a la propia formulación de la oferta). Como en la clásica formulación del dilema del prisionero, la búsqueda individual del bien conduce a una solución que no maximiza los intereses de los afectados: el deseo de cada accionista de obtener el precio post-oferta (15) provoca que ésta no triunfe, que los accionistas se queden con el precio pre-oferta (10) y que, llevado al extremo, nadie esté dispuesto a formular opas.

La práctica enseña, no obstante, que las opas continúan formulándose y que existen mecanismos, más o menos imperfectos, que corrigen en parte estas ineficiencias. Uno clásico es que el oferente recupera parte de los beneficios a costa de los accionistas minoritarios que quedan en la compañía tras una opa exitosa a un precio cercano al precio post-oferta. Otra posibilidad es que el oferente adquiera antes de la oferta una participación en la compañía objetivo a un precio reducido (por ejemplo, 8), por lo que su beneficio iría implícito en la revalorización de su paquete. Y otra sería que la compañía resultante tras la oferta quede muy apalancada, pues el mayor riesgo inherente favorecerá que haya más minoritarios dispuestos a salir.

En este contexto, la venta o retirada forzosa (*squeeze-out*) puede favorecer la formulación de ofertas y ayudar a corregir los efectos perniciosos de la acción colectiva<sup>26</sup>. En esencia y retomando nuestro ejemplo, la venta forzosa permitiría que el minoritario reciba el precio de la oferta (13) pero impediría que acceda al precio post-oferta (15), que quedaría para el oferente. Desde esta perspectiva, actúa como un instrumento de *trade-off* favoreciendo la vitalidad del mercado de control societario a costa de una pequeña y asumible porción de potenciales beneficios de los accionistas minoritarios (la diferencia de 2 entre el precio de la opa y el precio post-oferta). Asimismo, simplificaría el árbol de decisión de los minoritarios minimizando los problemas de acción colectiva, pues, conforme a nuestro ejemplo, han de decidir básicamente entre recibir 10 o recibir 13: el accionista puede acudir a la oferta (en cuyo caso si la opa fracasa se queda con el precio pre-oferta y, si triunfa, recibe el precio de la oferta) o puede no acudir a la oferta (en cuyo caso si la opa fracasa se queda con el precio pre-oferta y, si triunfa, el oferente previsiblemente ejercerá el *squeeze-out* en la medida en que espere obtener beneficios adicionales de la sociedad objetivo, por lo que el accionista recibirá normalmente también el precio de la oferta).

A la vista de esto, puede fácilmente comprenderse que la decisión acerca del umbral del *squeeze-out* ha de ser ponderada en función de los dos valores en

25 GROSSMAN, Sandord J. y HART, Oliver D. «Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation», *Bell Journal of Economics*, 11, 1980.

26 VAN DER ELST, Christoph y VAN DEN STEEN, Lientje, «Opportunities in the M&A aftermarket: squeezing out and selling out». Working Paper 2006-12. Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2006.

juego (la protección de los minoritarios y el fomento del mercado de control societario). Cuanto más bajo sea el umbral del *squeeze-out*, más se asegura la resolución de los problemas de acción colectiva, más frecuentes serán las ofertas y mayores probabilidades de éxito tendrán, pero también las primas ofrecidas serán inferiores, mayores serán los beneficios que retornarán al oferente y menor la protección al minoritario. El razonamiento es simétrico en el polo opuesto.

La contrapartida del *squeeze-out* es el derecho de los minoritarios de exigir al oferente la compra forzosa (*sell-out*): éste funciona en el sentido contrario, pues reduce la presión en los minoritarios para acudir a la oferta y, en la medida en que les ofrece una protección adicional, puede desincentivar la formulación de opas.

Así las cosas, la aplicación simultánea, como exige la directiva de opas, de los mecanismos de venta y compra forzosas se convierte en un arma de doble filo que exigirá de los oferentes una adecuada ponderación de las condiciones de la oferta: si el precio ofrecido es muy bajo, los accionistas confiarán en el *sell-out* y previsiblemente la oferta acabará fracasando, sin que pueda accederse a la compra forzosa. Con todo, nos parece que el mecanismo favorecerá decisivamente la realización de operaciones *public to private*, que contarán con un procedimiento claro y seguro que, cumplidas las condiciones requeridas, garantizará la adquisición de un control completo por los oferentes.

Descendiendo al análisis concreto del Proyecto interesa realizar tres breves apuntes. El primero es resaltar que el Proyecto ha optado por la alternativa más conservadora, la del doble umbral, que exige alcanzar el 90% de los derechos de voto y que además la oferta haya sido aceptada por al menos el 90% de los derechos de voto, excluidos los que ya obrasen en poder del oferente, lo que, con carácter general, presupone que las condiciones de la opa han sido «buenas», pues ha logrado una amplia aceptación. Sin embargo, ha de repararse en que con esta formulación se dificulta la aplicación del mecanismo de compra y venta forzosa cuando el oferente, antes de formular la oferta, ya ostente una participación significativa en la compañía afectada —cuestión que, en un mercado con una elevada tasa de concentración como el español, no resulta infrecuente—. Esa dificultad se incrementa más que proporcionalmente a medida que la referida participación significati-

va resulte más elevada, pues estadísticamente resulta imposible lograr la unanimidad en este tipo de ofertas y el porcentaje que no acude a ellas incrementa su importancia relativa a medida que el capital flotante es más exiguo. Por ello, quizás resultaría preferible establecer la regla del umbral único, si acaso algo más elevado que el 90%, de tal manera que, habiéndose formulado previamente una oferta total, pueda exigirse la compra o venta forzosa si el accionista es titular de un determinado porcentaje de los derechos de voto (entre el 90% y el 95%).

En segundo lugar, ha de valorarse si el régimen de *squeeze-out* y *sell-out* que se propone puede desincentivar las opas mediante canje de valores. El Proyecto, al referirse a la *compra* y *venta* forzosas, parece disponer que estos mecanismos se hayan de ejecutar como compraventa (lo que excluiría una contraprestación en valores). De ser así, además de los problemas de valoración que pueden producirse, se dificultará la realización de ofertas de canje: reaparecerán los problemas de acción colectiva, cada accionista podrá verse tentado a no acudir a la oferta y esperar la ejecución del mecanismo de compra o venta forzosa en dinero pero ello no ocurrirá finalmente por la previsible falta de éxito de la oferta. Para evitar este resultado y a los efectos de su transposición en el ordenamiento español, quizás convenga considerar que la directiva, al disponer que la compraventa forzosa deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta previa y dar libertad a los Estados para exigir o no que el efectivo se ofrezca como alternativa, parece admitir que la contraprestación del *squeeze-out* o *sell-out* pueda consistir sólo en valores cuando la oferta previa fuese de canje<sup>27</sup>.

Y, finalmente, a efectos del desarrollo reglamentario habrá de repararse en la conveniencia de que las ofertas voluntarias puedan condicionarse a la adquisición de un porcentaje de capital que permita la puesta en marcha de los mecanismos de compra y venta forzosas y que éstos se ejecuten al mis-

<sup>27</sup> El artículo 15.5 de la directiva dispone que los Estados miembros velarán por que se garantice un precio justo y añade: «dicho precio deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta o realizarse en efectivo. Los Estados miembros podrán determinar que el efectivo se ofrezca al menos como alternativa». Si, tras una oferta de canje, debiera en todo caso ofrecerse efectivo como alternativa, sobraría el último inciso que permite a los Estados precisamente exigir la alternativa de efectivo.

mo precio que la oferta. De lo contrario, el pretendido efecto incentivador de las adquisiciones de control quedaría notablemente mermado.

## 6 · OTRAS CUESTIONES Y EL PREVISIBLE DESARROLLO REGLAMENTARIO

El Proyecto contiene otras previsiones sobre opas de indudable interés. Entre ellas, merece la pena destacar cómo, por fin, se atribuye rango legislativo a la inexistencia de derecho preferente de suscripción en los aumentos de capital que haya de realizar el oferente de una oferta de canje. La deficiente previsión actual, de rango reglamentario y contenida en el artículo 10.6 del vigente Real Decreto 1197/1991, ha provocado que en algunas ofertas de canje los emisores, hayan decidido excluir cautelarmente el derecho preferente, con los inconvenientes procedimentales y económicos que ello conlleva.

Queda mucho todavía por hacer en materia de renovación de nuestra normativa de opas. El Proyecto sólo establece los criterios generales y aguarda una complicada labor de ajuste fino en el nivel reglamentario de desarrollo, pues, tras cerca de dos décadas de desarrollo y práctica de opas, no son pocos los problemas prácticos existentes ni claros los criterios y alternativas para su resolución. Este desarrollo reglamentario, además de completar las

previsiones legales, habrá de atender a muchas y variadas cuestiones. Sin ánimo sistemático, algunas quedan aquí enunciadas: las reglas de cómputo de la autocartera, las opciones o los instrumentos derivados; la clarificación de las limitaciones a la actuación del oferente mientras la oferta está pendiente; la confirmación de que determinadas operaciones corporativas (fusiones, escisiones, etc.) quedan fuera de la normativa de opas; los supuestos excluidos de la obligación de formular opa (donde quizás convendría modificar el Proyecto para incorporar algunos casos adicionales<sup>28</sup>); el nuevo régimen de las adquisiciones indirectas de control, que, habida cuenta de la diferente definición del control a efectos de la normativa de opas (30% del capital) y de grupos de sociedades (art. 4 de la Ley del Mercado de Valores) previsiblemente requerirá distinguir entre control indirecto adquirido a través de sociedades cotizadas o no cotizadas; la modificación del régimen de las ofertas competidoras, incluyendo la posibilidad de otorgar alguna ventaja mínima para el primer oferente que pueda compensar los costes de estudio e identificación del objetivo; la deseable armonización del régimen de control de concentraciones a nivel nacional y comunitario; la clarificación de la regulación aplicable a los planes de recompra de acciones; o la viabilidad bajo determinadas condiciones de los pactos de *break-up fees* entre el oferente y la sociedad afectada<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> Cuando se alcanza o supera el umbral del 30% de los derechos de voto, el Proyecto sólo prevé una excepción a la obligación de formular opa y es que haya otro accionista con una participación superior y la CNMV lo dispense. Aunque el Proyecto difiere al desarrollo reglamentario la posibilidad de prever otros supuestos excluidos de la obligación de formular opa, no estaría de más ampliar esta delegación al reglamento o prever en el propio texto legal algunas excepciones o posibilidades de dispensa adicionales, como, por ejemplo, la superación durante un plazo breve del umbral de opa o la adquisición indirecta de una participación de control que se desinvierte en un plazo razonable.

<sup>29</sup> Por ejemplo, si (i) la toma de control redundaba en beneficio de la sociedad y sus accionistas, (ii) la indemnización es solicitada por el oferente como un elemento esencial para la decisión de formular su oferta, (iii) su finalidad no es desincentivar ofertas competidoras y, por consiguiente, su importe es menor que el 1% del valor de la oferta, y (iv) la concesión de la indemnización no pone en riesgo la situación financiera de la sociedad objetivo. Bajo unos parámetros similares, las *break-up fees* o *inducement fees* están admitidas en el *Takeover Code* británico (Rule 21.2).