

SUPUESTOS EXCLUIDOS DE LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR OPA POR ADQUISICIÓN DE CONTROL

Carlos de Cárdenas Smith

Abogado

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN

II. ANTECEDENTES

III. JUSTIFICACIÓN

IV. ANÁLISIS DE LOS SUPUESTOS EXCLUIDOS

1. Adquisiciones por el Fondo de Garantía de Depósitos y otras instituciones similares
2. Adquisiciones realizadas de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa
3. Unanimidad de los afectados
4. Conversión o capitalización de créditos
5. Adquisiciones gratuitas
6. Control adquirido tras una oferta voluntaria
7. Control adquirido por los accionistas de sociedades que se fusionan

V. OTROS SUPUESTOS NO INCLUIDOS EN EL CATÁLOGO DE EXCEPCIONES

I. INTRODUCCIÓN

Los sistemas de opa obligatoria, y el nuestro no es una excepción, contienen reglas que eximen de formular una opa a quien de otra forma estaría obligado a formularla. La exención puede realizarse mediante la tipificación de una serie de supuestos tasados (sistema de *numerus clausus*) o mediante el otorgamiento al regulador de facultades más o menos discrecionales de exención (sistema de *numerus apertus*).

Los supuestos de excepción obedecen, por lo común, o bien a razones de interés público o general, o bien a razones que hacen innecesaria la protección de los intereses privados de los accionistas que la opa pretende proteger (tanto si se considera ésta como un mecanismo que pretende garantizar el reparto de la prima de control como si se considera que es un mecanismo de salida a favor de los accionistas en caso de cambio de control).

II. ANTECEDENTES

La primera regulación española de opas, el Real Decreto 1848/1980, de 5 de noviembre, carecía de un catálogo de excepciones. Fue la segunda norma aprobada en la materia en nuestro país, el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, la que acogió en su Disposición final primera, las primeras excepciones¹. El Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores², amplió el catálogo de excepciones del Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, formulando tres

¹ La Disposición final primera del Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, establecía:

«1. No obstante lo establecido en el artículo 1.º, no se aplicará lo dispuesto en este Real Decreto a las adquisiciones que realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios y en Cajas de Ahorros en cumplimiento de las funciones que les atribuyen las disposiciones vigentes.

2. Tampoco será de aplicación este Real Decreto a las adquisiciones de valores mobiliarios entre entidades de derecho público y sociedades estatales».

² El artículo 4 del Real Decreto 1197/1991, establecía, en su redacción original, lo siguiente:

«No será de aplicación la obligación prevista en los artículos precedentes en los supuestos siguientes:

a) Adquisición que realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorros o Cooperativas de Crédito, la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras u otras instituciones similares legalmente establecidas, en cumplimiento de las funciones que les atribuyen las disposiciones vigentes.

b) Adquisiciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa (RCL 1954, 1848), y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de Derecho público previstas en la normativa vigente.

c) Aquéllos en los que todos los accionistas de la Sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones representativas del capital de la Sociedad.

d) Las adquisiciones que se produzcan como consecuencia de la reordenación o reestructuración de sectores económicos cuando así lo acuerde a estos efectos la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos».

supuestos que tenían su fundamento en razones de interés general (letras a), b) y d) del art. 4) o en atención a la falta de necesidad de proteger los intereses privados de los accionistas que la opa pretende proteger (letra c) del art. 4). Se trataba de un sistema profundamente reglamentado, restrictivo, muy lejos de los sistemas más avanzados de nuestro entorno³ y que no daba al regulador discrecionalidad alguna (si se exceptuaba el supuesto del art. 6 b) del Real Decreto, referido a la extinta opa por modificación de estatutos, que permitía a la CNMV, previa petición de la sociedad, eximir al obligado de formular una opa en caso de que las modificaciones estatutarias fueran consideradas de escasa relevancia).

Como es sabido, el Real Decreto 1197/1991 encontró su principal inspiración en la Propuesta Modificada de Decimotercera Directiva de 10 de septiembre de 1990. Esta Propuesta Modificada incluía en su artículo 4.2 *quater* un catálogo de excepciones que los Estados miembros podían introducir en su normativa interna⁴ y, adicionalmente,

³ Puede encontrarse una crítica al sistema en DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, 1.ª ed., Madrid (1993), p. 76 y ss.

⁴ El artículo 4.2 *quater* de la Propuesta Modificada Decimotercera de Directiva de 10 de septiembre de 1990 establecía lo siguiente:

«2 quater) Los Estados miembros podrán establecer excepciones a la obligación prevista en el apartado 1 cuando:

- a) la adquisición de títulos sea el resultado de una transmisión de carácter gratuito;
- b) el adquirente se haya comprometido a realizar una fusión, según se define en el artículo 3 de la Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas con la sociedad cuyos títulos han sido adquiridos;
- c) la adquisición sea el resultado de una operación de escisión según se define en el artículo 2 de la Directiva del Consejo 82//891/CEE, de 17 de diciembre de 1982, referente a la decisión de sociedades anónimas.
- d) el adquirente adquiera, por encima del límite señalado en el apartado 1, un porcentaje de derechos de voto que no exceda del 3% de la totalidad de tales derechos y se comprometa por escrito a ceder cuantos títulos sean necesarios para situarse por debajo de dicho límite en un periodo que no podrá ser superior a un año;
- e) la sociedad cuyos títulos hayan sido adquiridos esté ya bajo control, a efectos de lo dispuesto en el artículo 8 de la Directiva 88/627/CEE, del adquirente o de otra empresa que controle al adquirente o esté bajo el control del mismo a efectos de lo dispuesto en dicho artículo;
- f) la sociedad cuyos títulos hayan sido adquiridos esté ya bajo el control, a efectos de lo dispuesto en el artículo 8 de la Directiva 88/627/CEE, de un accionista o de varios accionistas,

permitía en el artículo 4.3 que las autoridades supervisoras pudieran autorizar otras excepciones motivando debidamente su decisión⁵, es decir, permitía tanto un sistema de *numerus clausus* (art. 4.2 *quater*) como, alternativa o cumulativamente, un sistema de *numerus apertus* (art. 4.3).

El Real Decreto 1197/1991 optó por un sistema reglamentista de *numerus clausus*. Como no podía ser de otra forma, el catálogo de excepciones del Real Decreto 1197/1991 se mostró enseguida insuficiente, y obligó al Gobierno a modificar la norma en dos ocasiones, en esta materia, para dar respuesta a los problemas que se plantearon a raíz de casos particulares. Así, el Real Decreto 437/1994, de 11 de marzo, amplió la excepción de la letra a) del Real Decreto 1197/1991 para permitir que no sólo las adquisiciones del Fondo de Garantía de Depósitos estuvieran exentas de la obligación de formular una opa, sino también las adjudicaciones que realizara tal Fondo a favor de terceras partes. Ello posibilitó la adquisición de Banesto por parte del Banco Santander tras la intervención de aquella entidad por el Fondo de Garantía de Depósitos. Y lo mismo ocurrió cuando el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, introdujo como letra d) del artículo 4 una compleja, y casi incomprensible excepción⁶, ahora eliminada, para permitir que, con sujeción a ciertas condiciones, los accionistas que tuvieran el control conjunto de una sociedad pudieran disminuir transitoriamente su participación por debajo de un umbral de participación significativa y recuperar tal participación

conjuntamente, y éstos se comprometan por escrito a no ceder sus títulos al adquirente en las condiciones que éste les propone;

g) la adquisición de títulos se haya efectuado como consecuencia de una ampliación del capital suscrito y el adquirente haya ejercido su derecho de suscripción preferencial de conformidad con lo dispuesto en el artículo 29 de la Directiva 77/91/CEE».

⁵ El artículo 4.3 de la Propuesta Modificada Decimotercera de Directiva de 10 de septiembre de 1990 establecía lo siguiente:

«Además de los supuestos señalados en el apartado anterior, la autoridad supervisora podrá autorizar excepciones a la obligación prevista en el apartado 1 motivando debidamente su decisión».

⁶ Sobre esta excepción puede consultarse GUERRA MARTÍN, G., *Control Conjunto y Derecho de OPAs, el art. 4 d) del Real Decreto 1197/1991 sobre régimen de ofertas públicas de adquisición de valores*, 1.ª ed., Madrid (2004); p. 16 y ss.

posteriormente sin el lanzamiento de una opa⁷. Simultáneamente se derogó la antigua letra d), que permitía a la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos eximir de la obligación de formular una opa a las adquisiciones que se produjeran como consecuencia de la ordenación o reestructuración de sectores económicos⁸. La nueva redacción de la letra d) permitió a Repsol YPF incrementar su participación en Gas Natural SDG, sociedad sobre la que ejercía el control junto con la Caixa, por encima del 25% sin formular opa⁹. El mismo Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, introdujo una segunda excepción en la letra e) del artículo 4 para permitir las llamadas “operaciones de salvamento”, sobre las que nos extenderemos más adelante¹⁰.

⁷ El Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, dio nueva redacción a la letra d) del artículo 4 del Real Decreto 1197/1991, que quedó como sigue:

«Aquellas adquisiciones en las que, tratándose de una situación que haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto de la sociedad por parte del adquirente, de acuerdo con la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, concurren simultáneamente las siguientes condiciones:

1. Antes de producirse la adquisición, los socios que ejercen el control conjunto disponen conjuntamente de una participación en la sociedad superior al 50% y han designado entre ellos más de la mitad de los miembros de su órgano de administración.
2. Como consecuencia de la adquisición, no se incrementará el número de consejeros designados por el adquirente.
3. El aumento de la participación en el capital que ostenta el adquirente no supera el 6% en un período de 12 meses, sin que en ningún caso aquélla pueda alcanzar o sobrepasar el 50%».

⁸ Para una crítica de este supuesto véase el artículo de JIMÉNEZ BLANCO, A., «La normativa de OPAS y el sumidero» en *Diario ABC* (28 de octubre de 1991), y con más detalle, del mismo autor, puede consultarse «Los supuestos excluidos de las Ofertas Públicas de Adquisición», en Polo Díez (coord.), *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura Tuells*, Madrid (1994) pp. 1323-1340.

⁹ Para un estudio completo de esta excepción pueden consultarse GUERRA MARTÍN, G., *Control Conjunto*, p. 58 y ss., y SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L., «Modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las Opas por el Real Decreto 432/2003», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 91 (2003), pp. 229-247.

¹⁰ La letra e) rezaba como sigue: «Aquellos en los que un sujeto adquiera una participación significativa como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones por efecto de un convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal, siempre que el titular de dichos créditos sea el titular originario, y no por cesión de éstos».

No es de extrañar que una de las principales críticas que recibió el ya derogado Real Decreto 1197/1991 fue la de su rigidez y reglamentismo exacerbado¹¹. Las críticas cosechadas por las insuficiencias de la norma, no sólo en materia de excepciones, sino sobre todo por consagrar un sistema de opa *a priori* y parcial, y la necesidad de trasponer a nuestro ordenamiento la Directiva 2004/25/CE, obligaron al legislador a reformar el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores mediante la Ley 6/2007, de 12 de abril.

La Directiva 2004/25/CE, siguiendo los pasos de la antigua Propuesta Modificada de Decimotercera Directiva, concede amplia libertad a los Estados miembros para que opten por el sistema de exención que más les convenga¹², ya sea de *numerus clausus*, ya sea de *numerus apertus*, si bien es expresivo, casi clamoroso, el considerando (8) que establece que «para ser eficaz, la normativa sobre ofertas públicas debe ser flexible y adaptable a las nuevas circunstancias que vayan surgiendo, y, por tanto, prever la posibilidad de excepciones y cláusulas de inaplicación».

El nuevo Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE núm. 180, de 28 de julio) otorga a la CNMV un pequeño margen de discrecionalidad en algunas materias, principalmente de mero

¹¹ En este sentido, DE CÁRDENAS, C., en *A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, City and Financial Publishing*, 4.ª ed., Surrey (2005), p. 698.

¹² El artículo 4.5 de la Directiva 2004/25/CE establece lo siguiente:

«Las autoridades supervisoras dispondrán de todos los poderes necesarios para el ejercicio de sus funciones y, entre ellas, el deber de velar por que las partes de la oferta cumplan las normas establecidas en aplicación de la presente Directiva.

Siempre y cuando se respeten los principios generales contemplados en el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros, en las normas que establezcan o introduzcan en aplicación de la presente Directiva, podrán establecer excepciones a dichas normas mediante:

i) la inclusión de dichas excepciones en sus normativas nacionales, con el fin de tener en cuenta las circunstancias determinadas a nivel nacional, y/o

ii) la concesión a sus autoridades supervisoras, cuando sean competentes para ello, de la facultad de inhibirse de la aplicación de dichas normativas nacionales con el fin de tener en cuenta las circunstancias contempladas en el inciso i), u otras circunstancias específicas, siendo necesaria en este último caso una decisión motivada».

procedimiento¹³, pero también en materia de excepciones, donde, como se expondrá más adelante, se prevén dos supuestos en los que la CNMV goza de facultades para apreciar si concurren las circunstancias que permiten acoger la excepción correspondiente. Pero incluso en estos supuestos, nuestro sistema es reglamentista, puesto que la discrecionalidad existe sólo en la valoración de si se dan o no las circunstancias del supuesto de exención, pero, en ningún caso, otorgan a la CNMV facultades de conformación del supuesto.

El nuevo Real Decreto 1066/2007 es, pues, fundamentalmente fiel al sistema reglamentista o de *numerus clausus*, y quizás no pudiera ser de otra forma a la vista del mandato que contiene el artículo 60.5 de la Ley del Mercado de Valores, que exige que se establezcan reglamentariamente «i) Las operaciones exceptuadas de este régimen».

III. JUSTIFICACIÓN

Como se ha anticipado, los supuestos de excepción obedecen, o bien a razones de interés público o general¹⁴, o bien a razones que hacen innecesaria la protección de los intereses privados de los accionistas que la opa intenta proteger¹⁵. En cualquier caso, los supuestos de excepción deben ser compatibles con los principios que la normativa de opas pretende salvaguardar y que recogen en el artículo 3 de la Directiva 2004/25/CE y,

¹³ Entre otras muchas, pueden citarse las facultades otorgadas a la CNMV en los artículos 13.2 (d), 13.6, 15.2, 19.2, 21.5, 23.4, 31.4, 31.6, 32.6, 33.1, 42.1, 45.7, 48.10 y 48.11 del Real Decreto 1066/2007. De más calado son las facultades de los artículos 4.2 (posibilidad de dispensa a pesar de haberse alcanzado el porcentaje que obliga a formular una opa) y 7 (supuestos de dispensa en caso de tomas de control indirectas o sobrevenidas).

¹⁴ Las referencias al interés general o público pueden encontrarse en la doctrina en JIMÉNEZ BLANCO, A., en Polo Díez (coor.), *Estudios*, p. 1328 y ss.; ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., «La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1197/1991», en Urquijo, Moreno Luque y Alonso (dir.), *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao (1992), p. 164 y ss.; ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., «Supuestos Excluidos» en Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS). Comentario sistemático del RD 1.197/1991*, Madrid (1993), pp. 92-103 y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de Control, Medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre Opas*, 1.ª ed., Madrid (1999), p. 201 y ss.

¹⁵ En este sentido, ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., en Sánchez Calero (dir.) *Régimen Jurídico*, pp. 96-102.

en particular, el principio según el cual los titulares de valores de la sociedad afectada de una misma clase deberán recibir un trato equivalente¹⁶.

Tanto la Ley del Mercado de Valores como el Real Decreto 1066/2007 guardan silencio sobre la justificación del sistema de excepciones. Ello contrasta con la antigua redacción del artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores, que se remitía al desarrollo reglamentario para la determinación de «las operaciones exceptuadas de este régimen por consideraciones de interés público». También era especialmente expresiva la Exposición de motivos del Real Decreto 437/1994, por el que se amplió la excepción de la letra a) del artículo 4 del Real Decreto 1197/1991, para permitir que no sólo las adquisiciones del Fondo de Garantía de Depósitos estuvieran exentas de la obligación de formular una opa, sino también las adjudicaciones que realizara tal Fondo a favor de terceros:

«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 éstas 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 restablecimiento de la solvencia de la entidad en crisis».

Que la actual redacción del artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores y la Exposición de motivos del Real Decreto 1066/2007 guarden silencio sobre la finalidad de las excepciones no debe entenderse como un cambio de criterio del legislador, y podría deberse a que, como se ha expuesto, el interés público no agota todos los supuestos de excepción.

Efectivamente, existen razones que justifican ciertas excepciones a la obligación de formular una opa al margen de consideraciones de interés público y que están más relacionadas con la ausencia de motivos para proteger los intereses privados de los accionistas que la opa pretende resguardar. Y ello con independencia de si se considera

¹⁶ SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*, 1ª ed., Pamplona (2009) p. 191.

que la opa es un mecanismo que pretende garantizar el reparto de la prima de control, como si se considera que es un mecanismo de salida a favor de los accionistas en caso de cambio de control¹⁷.

Al primer grupo, excepciones que se justifican en atención al interés público, pertenecen los supuestos de la letra a) (adquisiciones del Fondo de Garantía de Depósitos y otras instituciones similares), letra b) (adquisiciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa) y letra d) (adquisiciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos) del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007¹⁸.

Al segundo grupo, excepciones que se justifican al margen del interés público, pertenecen las excepciones de la letra c) (acuerdo unánime de los accionistas), letra f) (control alcanzado tras una oferta voluntaria que cumpla ciertas condiciones), letra g) (control obtenido a través de una fusión si se cumplen ciertas condiciones) y letra e) (adquisiciones gratuitas mortis causa e ínter vivos) del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007.

IV. ANÁLISIS DE LOS SUPUESTOS EXCLUIDOS

1. Adquisiciones por el Fondo de Garantía de Depósitos y otras instituciones similares

El Real Decreto 1066/2007 exige de la obligación de formular una opa a una serie de instituciones que en cumplimiento de sus funciones adquieran el control de determinadas entidades. Estas instituciones son el Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito¹⁹, el Fondo de

¹⁷ Sobre la finalidad de la opa puede consultarse GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, 1.ª ed., Madrid (1996) p. 135 y ss.

¹⁸ De discutibles califica algunas de las excepciones por razón de interés público. SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas*, p. 191.

¹⁹ Regulado por el Real Decreto 2606/1996, modificado por el Real Decreto 948/2001 y por el Real Decreto 1642/2008.

Garantía de Inversiones²⁰, el Consorcio de Compensación de Seguros²¹ y otras instituciones similares legalmente establecidas.

La excepción se aplica no sólo a las adquisiciones que realicen las citadas instituciones, sino también a «las adquisiciones consistentes en las adjudicaciones que los citados organismos, con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia de ofertas establecidas en la normativa específica, acuerden en cumplimiento de sus funciones».

La excepción que ahora se comenta tiene su origen en la Disposición final primera del Real Decreto 279/1984, que declaraba inaplicable la normativa de opas a las adquisiciones que realizaran los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios y en Cajas de Ahorros en cumplimiento de sus funciones. De ahí pasó al Real Decreto 1197/1991, que incluyó, además, la referencia a la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras y a otras instituciones similares legalmente establecidas. Finalmente, el Real Decreto 437/1994 amplió la excepción de la letra a) del artículo 4 del Real Decreto 1197/1991 para permitir que no sólo las adquisiciones del Fondo de Garantía de Depósitos y otras instituciones similares estuvieran exentas de la obligación de formular una opa, sino también las adjudicaciones que realizara tal Fondo a favor de terceros. La reforma vino motivada por la intervención de Banesto por el Banco de España, que procedió a su saneamiento mediante una reducción de capital y simultáneo aumento suscrito por el Fondo de Garantía de Depósitos, el cual adquirió una participación mayoritaria. Si bien el Fondo estaba ya exento de la obligación de formular una opa como consecuencia de tal toma de control, la excepción no se extendía expresamente a favor de la entidad a la que el Fondo adjudicara las acciones de Banesto. El problema se veía agravado por el hecho de que Banesto tenía una amplia cartera

²⁰ Regulado en el artículo 77 de la LMV, en la Ley 53/2002 y desarrollado por el Real Decreto 948/2001, a su vez modificado por el Real Decreto 1642/2008.

²¹ Regulado por la Ley 44/2002, por el Real Decreto Legislativo 7/2004, modificado por la Ley 12/2006, y desarrollado por el Reglamento aprobado por el Real Decreto 300/2004 y modificado por el Real Decreto 1265/2006.

industrial de sociedades cotizadas, lo que obligaba al adquirente a lanzar “opas en cascada” en cumplimiento de la normativa entonces vigente.²²

Precisamente para evitar tales opas en cascada, el Real Decreto 437/1994 extendió la exclusión a las tomas de control indirectas, cualquiera que fuera el porcentaje de voto que resultara de las referidas adjudicaciones, cuando a juicio de la entidad de supervisión competente, quien lo debía comunicar a la CNMV, tal exclusión resultara conveniente para garantizar el buen fin y viabilidad financiera de la operación de saneamiento, en función del coste de tales tomas de control indirectas. Esta extensión se recoge ahora literalmente en el segundo párrafo del artículo 8 a) del Real Decreto 1066/2007.

Por último, el Real Decreto 437/1994 aclaró que la exclusión no sería aplicable en las posteriores transmisiones u otras operaciones que eventualmente realizaran los adjudicatarios de las instituciones, aclaración posiblemente innecesaria pero que ha sido igualmente recogida en el último párrafo del artículo 8 a) del Real Decreto 1066/2007.

Como se ha señalado anteriormente, la reforma se justificó en la propia Exposición de motivos del Real Decreto 437/1994 para hacer viables las operaciones de saneamiento de entidades en crisis, objetivo que prevaleció sobre el interés privado de los accionistas.

Conviene recordar aquí que entre las funciones del Fondo de Garantía de Depósitos se encuentra el poder concurrir a la ampliación de capital de un banco en crisis cuando se acuerde por la junta general de éste, como parte del proceso de saneamiento, ampliación de capital en la que se excluirá el derecho de suscripción preferente de los accionistas al amparo de lo dispuesto en el artículo 159 LSA. Asimismo, entre las funciones del Fondo de Garantía de Inversiones se incluye el participar sin ánimo de control en sociedades en estado de insolvencia, a fin de asegurar

²² Sobre esta reforma puede consultarse GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «La reforma del régimen del Fondo de Garantía en establecimientos bancarios», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 55 (1994), p. 569 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de Control*, p. 201 y ss.; y ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., «Diez años de vigencia del Real Decreto 1.197/1991, de 26 de julio, de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores», en AA VV, *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Madrid (2002) pp. 3036 y 3037.

a los inversores una cobertura. Y, finalmente, entre las funciones atribuidas al Consorcio de Compensación de Seguros, se encuentra la de inversor institucional, que le permite participar, sin ánimo de control, en compañías cuando sea aconsejable por razones de interés general.

La referencia que realiza el artículo 8 a) al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros o en Cooperativas de Crédito puede llamar la atención, puesto que estas entidades no son sociedades anónimas y, por tanto, no son susceptibles de cotizar en una Bolsa de Valores y ser objeto de una opa. Sin embargo, no debe olvidarse que estas entidades sí pueden tener una participación en otras que reúnan estas características, que serían susceptibles de ser objeto de una opa.

2. Adquisiciones realizadas de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa

No será obligatorio formular una oferta en el supuesto de que se realicen adquisiciones u otras operaciones «de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa, y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de Derecho público previstas en la normativa vigente».

El origen de esta excepción se encuentra en el artículo 4 b) del Real Decreto 1197/1991, y ha sido trasladada casi literalmente al artículo 8 b) que ahora se comenta.²³

La excepción, como casi todas, es fruto de la experiencia, en particular, de la expropiación de las empresas del Grupo Rumasa, algunas de las cuales cotizaban, y que se realizó sin opa alguna.

Como es evidente, este supuesto tiene su fundamento en el interés público. Como recuerda el artículo 33.3 de la CE:

«Nadie podrá ser privado de sus bienes y derechos sino por causa justificada de utilidad pública o interés social, mediante la correspondiente indemnización y de conformidad con lo dispuesto por las Leyes».

²³ La excepción carece de un sólido fundamento según SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas*, p. 194.

De la misma forma, el artículo 1.1 de la Ley de 16 de diciembre de 1954, de Expropiación Forzosa, comienza su parte dispositiva señalando que:

«Es objeto de la presente Ley la expropiación forzosa por causa de utilidad pública o interés social (...), en la que se entenderá comprendida cualquier forma de privación singular de la propiedad privada o de derechos o intereses patrimoniales legítimos, cualesquiera que fueren las personas o Entidades a que pertenezcan, acordada imperativamente, ya implique venta, permuta, censo, arrendamiento, ocupación temporal o mera cesación de su ejercicio».

En cuanto al requisito de utilidad pública, resultará aplicable el artículo 12 de la Ley de Expropiación Forzosa, que señala que:

«Respecto a los bienes muebles, la utilidad pública habrá de ser declarada expresa y singularmente mediante Ley en cada caso, a no ser que ésta u otra Ley hayan autorizado la expropiación para una categoría especial de bienes, en cuyo supuesto bastará el acuerdo del Consejo de Ministros».

En cuanto al justiprecio, resultará de aplicación el artículo 40 de la misma ley, que establece que:

«Las obligaciones, acciones, cuotas y demás modalidades de participación en el capital o en los beneficios de empresas mercantiles se estimarán en la media aritmética que resulte de aplicar los siguientes criterios valorativos:

1. La cotización media en el año anterior a la fecha de apertura del expediente.
2. La capitalización al tipo de interés legal del beneficio promedio de la empresa en los tres ejercicios sociales anteriores.
3. El valor teórico de los títulos objeto de expropiación. Se entenderá por valor teórico la diferencia entre activo real y pasivo exigible en el último balance aprobado.»

No es este el lugar para realizar un examen detallado de estos métodos de valoración. Baste dejar constancia de que son obsoletos y de que su contraste con los

métodos de valoración que emplea el Real Decreto 1066/2007 en caso de recompra forzosa, que no deja de ser una forma de expropiación “privada”, es patente.

Por último, conviene aclarar que la referencia que hace este apartado a las operaciones «que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de Derecho público previstas en la normativa vigente» parece ligada a las transferencias coactivas no expropiatorias²⁴.

3. Unanimidad de los afectados

Tampoco será obligatoria una oferta cuando todos los titulares de valores de la sociedad afectada acuerden por unanimidad 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, o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición.

El origen de esta excepción se encuentra en el artículo 4 c) del Real Decreto 1197/1991, si bien ha sufrido una serie de cambios de redacción de los que conviene dejar constancia aquí para facilitar una cabal comprensión del precepto.

Así, en primer lugar, el texto del derogado Real Decreto 1197/1991 se refería únicamente a los «accionistas de la sociedad afectada». Con buen criterio, el artículo 8 c) del Real Decreto 1066/2007 extiende el derecho de veto -de eso se trata realmente- a «todos los titulares de valores de la sociedad afectada». El precepto confiere un derecho de veto a todos los titulares de valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto, tales como obligaciones convertibles o canjeables en acciones de la sociedad afectada, excluyendo, por tanto, a los titulares de obligaciones simples u otros valores representativos de deuda.

En segundo lugar, mientras que en el texto derogado se requería que los accionistas acordaran por unanimidad la venta o permuta de «todas las acciones», la

²⁴ ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., «Oferta Pública de Adquisición cuando se alcanza el control», en García de Enterría y Zurita (dir.), *La regulación de las OPAS, Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, Pamplona (2009), p. 216.

nueva norma establece que los titulares de valores pueden acordar la venta o permuta «de todas o parte de las acciones u otros valores». De nuevo con buen criterio, se considera suficiente protección la unanimidad de los titulares de los valores afectados, siendo irrelevante que éstos acuerden la venta o permuta de todos o parte de sus valores. Junto a la venta o permuta, tanto la antigua como la nueva norma permiten otra opción a los titulares de valores: que «renuncien a la venta o permuta en régimen de oferta pública de adquisición». ¿Pueden optar parte de los titulares de valores por la venta o permuta, y la otra parte renunciar a ella? No vemos ninguna razón para que la respuesta deba ser negativa²⁵. Puede ocurrir, por ejemplo, que algunos titulares vendan todas o parte de sus acciones y que otros no vendan o permuten ninguna. El tenor literal del artículo permite esa flexibilidad. Llegados a este punto puede plantearse si no hubiera sido más correcto que el precepto exigiera el acuerdo unánime de todos los titulares de valores sin referencia alguna a la venta, a la permuta o a la renuncia, que son negocios privados entre los titulares de dichos valores y el adquirente, de los que la sociedad no es parte sino tercero²⁶.

La tercera diferencia entre la antigua y la nueva regulación es que esta última impone a los mencionados titulares de valores que «acuerden simultáneamente la exclusión de negociación de los valores de los mercados secundarios oficiales en que estuvieran admitidos». A este requisito nos referiremos más adelante.

El artículo 8 c) plantea la duda de si el consentimiento unánime debe obtenerse en el seno de una junta general de accionistas (ya sea universal, ya sea convocada al efecto y con la presencia de la totalidad de los titulares de acciones), o si puede obtenerse individualmente de cada titular por cualquier otro medio que no requiera la constitución de una junta. Parece claro que el artículo requiere que el consentimiento sea prestado en el seno de una junta. Y ello por las siguientes tres razones:

²⁵ Más dudas parece albergar SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas*, p. 195.

²⁶ Si bien la mayoría de los sistemas de nuestro entorno no contemplan una excepción similar, otros, como el británico, contemplan un régimen menos exigente de dispensa. En el apartado 5 de los comentarios (*Notes*) a la Regla 9 del *City Code* se establece que el Panel podrá eximir de la obligación de formular una oferta cuando titulares de acciones representativas de más del 50% del capital con derecho a voto manifiesten por escrito que no aceptarían tal oferta.

En primer lugar, por la literalidad del precepto, que exige que los titulares de valores «acuerden» por unanimidad la venta o permuta. Esta literalidad contrasta, por ejemplo, con la del artículo 27.2 del Real Decreto 1066/2007, en el que se requiere «la obtención del *consentimiento* unánime del resto de los titulares de los valores, manifestado individualmente» para levantar la suspensión de los derechos políticos.

En segundo término, porque el legislador ha querido rodear la prestación del consentimiento de especiales garantías. Un acuerdo adoptado en junta general es especialmente adecuado para garantizar que desde la fecha de la convocatoria (salvo que se trate de una junta universal, lo que requerirá que se acepte por unanimidad el orden del día *ex art. 99 LSA*) los titulares de valores dispongan de la información precisa sobre los puntos del orden del día, que la constitución de la junta general cuente con las debidas garantías, que la propuesta de acuerdo se someta a todos los accionistas al mismo tiempo y en igualdad de condiciones, etc. Además, facilita la verificación por la CNMV de su cumplimiento, que, de otra forma, tendría que valorar la validez de consentimientos prestados por los accionistas, posiblemente en distintos momentos e incluso en distintas condiciones. Si bien el acuerdo deberá producirse en el seno de una junta general de accionistas –y en una asamblea de obligacionistas si existieran titulares de obligaciones convertibles o canjeables por acciones de la sociedad afectada- y en iguales condiciones para todos los titulares de acciones de la misma clase, es evidente que el acuerdo de venta es un contrato entre comprador (sujeto exento de la obligación de formular una opa) y vendedor (accionistas de la sociedad afectada), del que no es parte la sociedad afectada. Y otro tanto puede decirse de la permuta o del negocio de renuncia. La sociedad es un tercero en todos estos negocios. Siendo un negocio de cada uno de los accionistas con el adquirente –por mucho que pueda documentarse en una sola escritura o póliza-, será preciso que cada uno de aquellos preste individualmente su consentimiento a la venta, permuta o renuncia, cumpliendo con los requisitos de los artículos 1261 y ss. CC y, en su caso, con los propios de la venta (art. 1445 y ss. CC) o de la permuta.

Finalmente, creemos que no puede sostenerse otra interpretación a la luz del siguiente párrafo del artículo comentado, que establece que será preciso que los titulares «acuerden simultáneamente la exclusión de negociación de los valores de los mercados

secundarios oficiales en que estuvieran admitidos». La exclusión, como es sabido, es un acuerdo reservado a la junta general (art. 10.4 del Real Decreto 1066/2007) y si debe adoptarse «simultáneamente» parece claro que el acuerdo de venta, permuta o renuncia también debe ser adoptado en junta.

Y esto nos lleva a la siguiente cuestión. Al margen de que resulte conveniente que el consentimiento sea prestado en el seno de una junta general de accionistas, no se entiende por qué debe acordarse simultáneamente la exclusión. Si bien es cierto que, por lo general, la posibilidad de obtener el acuerdo unánime a la venta o permuta, o la renuncia a ella, será un síntoma revelador de la existencia de una sociedad cerrada, con poca difusión accionarial, pueden producirse situaciones en las que la redacción categórica del precepto que ahora se comenta produzca consecuencias absurdas. ¿Qué ocurriría si, por ejemplo, los accionistas acordaran por unanimidad la venta o permuta de parte de sus acciones, o su renuncia, pero no estuvieran de acuerdo con excluir a la sociedad de cotización? El último párrafo del artículo 8 c) se configura como una *conditio iuris* más que como un acuerdo: si se quiere eximir al adquirente de la obligación de formular una opa, éste deberá no sólo obtener el acuerdo unánime de todos los titulares de valores, sino que además deberá asegurar la adopción del correspondiente acuerdo social de exclusión (se entiende que para este segundo acuerdo no es necesaria la unanimidad y que bastará la mayoría legal o estatutariamente aplicable).

Finalmente, se plantea la duda de si a pesar de que la excepción del artículo 8 c) sólo parece aplicar respecto de las opas «cuando se alcanza el control» (véase el título del propio artículo 8), la excepción debe extenderse a las llamadas opas de exclusión que regulan los artículos 10 y 11 del Real Decreto. Entendemos que la respuesta debe ser negativa para advertir a continuación que será altamente improbable que, en la práctica, se llegue a formular una opa de exclusión en este supuesto. En efecto, entendemos que la excepción del artículo 8 c) sólo se predica de las opas cuando se alcanza el control (Capítulo II del Real Decreto) pero no de otros supuestos de opa (Capítulo III). Dicho esto, el art. 34.5 de la Ley del Mercado de Valores y el art. 11 b) del Real Decreto 1066/2007 permitirán, en la práctica, evitar el lanzamiento de una opa de exclusión. En concreto, el artículo 11 b) del Real Decreto aclara que no será precisa

una opa de exclusión «cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública». Dado que el artículo 8 c) no exige que el acuerdo de exclusión de negociación sea por unanimidad y, por tanto, se adoptará el acuerdo por mayoría, cabe, al menos en un plano teórico, que no aplique la excepción del artículo 11 b) del Real Decreto. Sin embargo, lo probable es que el acuerdo entre adquirente y transmitentes (o renunciantes) incorpore la obligación de éstos últimos de acordar la exclusión igualmente por unanimidad²⁷.

4. Conversión o capitalización de créditos

El artículo 8 d) del Real Decreto 1066/2007 exceptúa del régimen de opa obligatoria las adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no esté en concurso, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad.

El precedente de este artículo se encuentra en el antiguo artículo 4 e) del Real Decreto 1197/1991, tal y como resultó modificado por el Real Decreto 432/2003, que exceptuó de la obligación de formular una opa a quienes adquirieran una participación significativa «como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones por efecto de un convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal, siempre que el titular de dichos créditos sea el titular originario, y no por cesión de estos».

El régimen del Real Decreto 1066/2007 es menos restrictivo que la antigua norma pero, en cambio, la dispensa no se obtiene automáticamente sino que corresponde a la CNMV acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de

²⁷ En este sentido ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., en García de Enterría y Zurita (dir.), *La regulación*, p. 218.

la correspondiente solicitud por cualquier persona interesada, que no resulta exigible la opa²⁸.

Por un lado, no requiere que la sociedad esté en concurso. Este cambio resultaba imprescindible si se quería que la norma cumpliera la finalidad para la que está concebida: garantizar la recuperación financiera a largo plazo de las sociedades que se encontraran en dificultades financieras. Ello es, además, coherente con la tendencia a reformar las soluciones a las crisis empresariales al margen del concurso (véase, por ejemplo, Disposición adicional cuarta de la Ley Concursal introducida por Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica).

Por otro lado, es irrelevante si el titular de los créditos es el acreedor original o un cesionario. No se entendía qué relevancia tenía quien fuera el titular. En un mercado de capitales crecientemente sofisticado es evidente que fondos especializados – denominados “*distressed debt funds*” – compran en el mercado acciones de compañías en dificultades, bien para hacer arbitraje con ellas (dotando al mercado de la necesaria liquidez), bien para pilotar o participar pasivamente en una reestructuración de la compañía. Estos inversores desempeñan un papel importante en el mercado, y el legislador hace bien en remover obstáculos a su intervención.

La conversión o capitalización de créditos en acciones de la sociedad cotizada está regulada, como es sabido, en el artículo 158 LSA, cuyo análisis excede ampliamente el objeto de este comentario²⁹.

²⁸ Lo que es criticado por ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., en García de Enterría y Zurita (dir.), *La regulación*, p. 219, quien considera que el interés de los accionistas a recibir una opa debe ceder al objetivo de recuperación financiera a largo plazo de la sociedad cotizada. Igualmente, recuerda con razón que la aportación de créditos requerirá un acuerdo de la junta general en el que se elimine el derecho de suscripción preferente por razones de interés general.

²⁹ Pueden consultarse sobre esta cuestión, URÍA, R., MENÉNDEZ, A., GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «La sociedad anónima: la modificación de los estatutos sociales», en AA VV, *Curso de Derecho Mercantil*, Madrid (1999), Tomo I, pp. 943-979; IGLESIAS PRADA, J.L., «Sobre el aumento de capital por compensación de créditos», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo XXXIII (1994), pp. 203-248; y ss.; y GALÁN LÓPEZ, C., «El aumento del capital por compensación de créditos», en AA VV, *Derecho Mercantil de la CEE. Homenaje a José Girón Tena* (1991), pp. 435-466.

Si bien el nuevo sistema tiene la virtud de facilitar las llamadas “operaciones de salvamento”, pues ya no exige que la sociedad afectada esté en concurso, plantea el problema de determinar con precisión cuándo se cumplen las condiciones para que el adquirente pueda invocar la aplicación de la excepción. Los dos presupuestos para la aplicación del artículo que se comenta son que la «viabilidad financiera [de la sociedad afectada] esté en peligro grave e inminente» y que la operación esté concebida «para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad»³⁰.

El primer presupuesto, que la viabilidad financiera de la sociedad afectada esté en peligro grave e inminente, es un concepto indeterminado que recuerda al concepto de insolvencia inminente del artículo 2.3 de la Ley Concursal, pero que no debe confundirse con él. En efecto, el artículo 2.3 de la Ley Concursal establece que si «la solicitud de declaración de concurso la presenta el deudor, deberá justificar su endeudamiento y su estado de insolvencia, que podrá ser actual o inminente. Se encuentra en estado de insolvencia inminente el deudor que prevea que no podrá cumplir regular y puntualmente sus obligaciones». El requisito del artículo 8 d) del Real Decreto 1066/2007 que ahora se comenta es menos exigente. En efecto, la viabilidad financiera de la sociedad afectada puede estar en peligro grave e inminente sin que por ello esté en una situación de insolvencia inminente tal y como se define ésta en el artículo 2.3 de la Ley Concursal. Por tanto, entendemos que la sociedad cotizada no tiene por qué encontrarse en estado actual o inminente de insolvencia.

El segundo presupuesto, que la operación esté concebida para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad, deberá acreditarse,

³⁰ Los países de nuestro entorno que recogen esta excepción, vinculan su aplicación a requisitos similares. Así, por ejemplo, en Francia la sociedad debe estar en una «situación de notoria dificultad financiera» (art. 234-9 del *Règlement Général de L’Autorité des Marchés Financiers*); en Italia, el umbral debe haberse superado como consecuencia de una «ampliación de capital ejecutada conforme a lo previsto en un plan de reestructuración de la deuda de una sociedad cotizada en crisis » y debe notificarse al mercado al regulador, el CONSOB (art. 49 del *Reglamento CONSOB núm. 11971.de 4 de mayo de 1999*); y en Portugal, debe ser el resultado «de la aplicación del plan de recuperación financiera» (art. 189 del *Código dos Valores Mobiliários*). Más exigente, y en línea con nuestra regulación, se muestra el comentario a la dispensa de la Regla 9 del *City Code*, que permite al Panel eximir de la obligación de realizar una oferta cuando la sociedad afectada se encuentre «en una posición financiera tan seria que la única vía para salvarla sea a través de una operación de salvamento que implique la emisión de nuevas acciones sin la aprobación de los accionistas independientes». En tal caso, el Panel puede eximir de la

preferiblemente, mediante la entrega de los correspondientes modelos financieros preparados o revisados por expertos en la materia. Si bien la norma no lo exige expresamente, cabe suponer que la CNMV no autorizará, en uso de las facultades que le confiere el último párrafo del artículo 8 d), la aplicación de esta excepción si no se acredita de forma razonable la viabilidad a largo plazo de la sociedad. En definitiva, no puede olvidarse que la citada letra d) da prioridad al interés general –garantizar la viabilidad financiera de la sociedad- sacrificando el interés particular de los accionistas, y que sólo si puede acreditarse razonablemente tal viabilidad procederá sacrificar los derechos de los accionistas y dar prevalencia al interés general.³¹

El último párrafo del artículo 8 d) del Real Decreto 1066/2007 establece que corresponderá a la CNMV «acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por cualquier persona interesada, que no resulta exigible una oferta pública». Este párrafo no aclara si la solicitud debe ser posterior a la conversión o capitalización –a la toma de control en definitiva- o puede ser anterior, es decir, si puede presentarse una solicitud de forma “preventiva”. Creemos que ambas opciones deberían ser posibles.

5. Adquisiciones gratuitas

El artículo 8 e) del Real Decreto 1066/2007 exime al adquirente de acciones (u otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción) de la obligación de formular una opa cuando las adquisiciones sean gratuitas, bien mortis causa, bien ínter vivos, siempre que en el segundo caso el adquirente no haya adquirido acciones o valores en los doce meses anteriores y no medie acuerdo o concierto con el transmitente.

Si bien las adquisiciones gratuitas forman parte por vez primera del catálogo de excepciones, el resultado práctico era parecido durante la vigencia del Real Decreto

obligación de formular una oferta siempre que se obtenga la aprobación de los accionistas independientes tan pronto como sea posible tras la realización de la operación de salvamento.

³¹ Menos exigente es la Disposición adicional cuarta de la Ley Concursal, que protege los acuerdos de refinanciación del riesgo de rescisión del artículo 71 de la Ley Concursal siempre que se prepare un plan de viabilidad del que resulte la viabilidad de la sociedad a corto y medio plazo.

1197/1991, aunque se conseguía por otro camino. En efecto, el artículo 1 del Real Decreto 1197/1991, anudaba la obligación de formular una opa únicamente a las adquisiciones a título oneroso, de donde se deducía que las realizadas a título gratuito eran irrelevantes salvo que mediara el fraude de ley³². La excepción del artículo 8 e) del Real Decreto 1066/2007 que ahora se analiza es lógica desde el momento en que el nuevo régimen de las opas no presupone la onerosidad³³, como sí hacía en cambio, expresamente, el régimen derogado. Igualmente es lógica, desde el punto de vista de su justificación, puesto que en caso de adquisición gratuita de una participación de control no surge el derecho de los accionistas minoritarios a compartir la prima de control, que no existe por definición³⁴.

Sin embargo, la situación antes y después del Real Decreto 1066/2007 no es idéntica. Así, mientras que con el antiguo régimen todas las adquisiciones a título gratuito eran irrelevantes, el nuevo régimen distingue entre adquisiciones mortis causa e ínter vivos. Mientras que con las adquisiciones mortis causa el legislador no adopta cautela alguna –el fraude de ley es impensable–, la adquisición ínter vivos sin formular opa está condicionada al cumplimiento de dos condiciones³⁵: la primera, que el donatario no haya adquirido acciones de la sociedad, o valores que den derecho a su suscripción o adquisición, en los doce meses anteriores a la donación; la segunda, que no medie acuerdo o concierto con el transmitente.

No puede decirse que esta norma sea un ejemplo de buena técnica jurídica. Así, por ejemplo, la adquisición de acciones en los doce meses anteriores puede ser perfectamente irrelevante. ¿Qué relevancia puede tener que el adquirente adquiera un reducido número de acciones meses, semanas o días antes de la donación, cuando tales

³² En el mismo sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el Reglamento de Opas, estando en curso otra oferta pública», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 48 (1992), pp. 935-984 y DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen Jurídico*, pp. 39 y 40.

³³ En contra, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas*, p. 197, quien señala que la obligación de formular opa presupone que el accionista ha adquirido su participación a título oneroso.

³⁴ Como reconoce el dictamen del Consejo de Estado de 26 de julio de 2007.

³⁵ Contrasta, por ejemplo, con la norma francesa que excepciona las transmisiones a título gratuito entre personas físicas, sin más requisitos (art. 234-9 del *Règlement Général de L'Autorité des Marchés Financiers*).

acciones no contribuyen de forma determinante a la situación de control que se consolida con la donación posterior?³⁶. Y parecida crítica puede hacerse del segundo requisito, que no medie acuerdo o concierto con el transmitente. ¿A qué tipo de acuerdo o concierto se refiere? ¿A cualquier tipo de «acuerdo»? ¿A uno para la adquisición o a uno dirigido a gestionar la sociedad? Más aún, ¿por qué no debe ser posible un acuerdo o concierto? Si el transmitente controlaba -solo- la sociedad y después dona parte de sus acciones es lógico y natural que lo haga con sujeción a ciertas condiciones, como las dirigidas a garantizar la futura gobernabilidad de la sociedad o el control conjunto. Y no vemos que en tales casos los restantes accionistas tengan un legítimo derecho ni a exigir el reparto de la prima de control -que por definición no existirá- ni a salir de la sociedad vendiendo en una opa. Creemos que hubiera sido más sencillo que el artículo no incluyera condiciones, con la aplicación del instituto del fraude de ley si fuera necesario. Por último, no se entiende porque es relevante la adquisición ínter vivos gratuita de valores que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho de voto. Si la adquisición - onerosa- de tales valores no es relevante para el cómputo que debe realizarse para determinar si hay que formular una opa obligatoria por adquisición del control hasta que no se produzca la suscripción, conversión, canje o adquisición de tales acciones (art. 5.4 del Real Decreto), no debería serlo en el caso que aquí se ha analizado³⁷.

6. Control adquirido tras una oferta voluntaria

El artículo 8 f) del Real Decreto 1066/2007 exime de formular una opa a quien haya alcanzado el control tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, siempre que se cumpla alguna de las siguientes condiciones:

³⁶ Con un ejemplo se puede entender esta objeción. Si Ticio adquiere acciones representativas del 5% de una sociedad cotizada y poco después Cayo dona a Ticio todas sus acciones en tal sociedad, que representan el 25% del capital, es evidente que Ticio y Cayo estarán concertados y que Ticio habrá utilizado la compra del 5% para alcanzar, fraudulentamente, el umbral del 30% sin formular una opa. Pero si Ticio adquiere ese mismo 5% y luego recibe de Cayo acciones representativas del 40% del capital social, la adquisición de Ticio habrá sido perfectamente irrelevante a los efectos de la normativa de opas.

³⁷ ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., en García de Enterría y Zurita (dir.), *La regulación*, pp. 220-222.

- que la oferta voluntaria haya sido formulada a un precio equitativo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007; o
- que la oferta voluntaria haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta.

La ratio del precepto es fácil de comprender. En un sistema de opa obligatoria *a posteriori*, como el español, no está vedada la presentación de ofertas voluntarias, que «no habrán de formularse al precio equitativo» (art. 13.5 del Real Decreto 1066/2007). Estas ofertas voluntarias pueden presentarse –voluntariamente– a dicho precio equitativo³⁸. Son voluntarias, por ejemplo, las ofertas que se presentan antes de adquirir el control, es decir, como medio para adquirirlo. La presentación de una oferta voluntaria puede ser especialmente indicada en aquellos supuestos en los que el adquirente esté interesado en someter la adquisición a condiciones, algo que no es posible con las ofertas obligatorias. Por consiguiente, parece evidente que no es razonable imponer, a quien haya adquirido el control de una sociedad cotizada mediante una oferta voluntaria, la carga de tener que presentar una segunda oferta, esta vez obligatoria, si –voluntariamente– presentó la primera oferta –la oferta voluntaria– a un precio equitativo. Tampoco parece razonable imponer la obligación de formular una segunda oferta a quien ha lanzado previamente una oferta voluntaria por la totalidad del capital si ha alcanzado un nivel elevado de aceptación, pues el éxito de la oferta es buena prueba de que el precio era adecuado. Este nivel de aceptación lo cifra el Real Decreto 1066/2007 en, al menos, el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido la oferta, si bien del cómputo deberán excluirse los valores que ya obraran en poder del oferente antes de la oferta y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo relativo a la oferta con el oferente. El artículo requiere, por tanto, una mayoría de “accionistas independientes”, esto es, la aceptación por la

³⁸ DE CÁRDENAS SMITH, C., «El precio equitativo en el nuevo sistema español de OPAs», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2 (2008), pp. 383-401.

mayoría de aquéllos que no son el oferente y aquéllos que hayan alcanzado un acuerdo con él³⁹. El tenor literal se refiere a «a algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta», aunque no creemos que cualquier acuerdo «relativo a la oferta» deba bastar. Entendemos que tal acuerdo debe consistir en acudir, o incluso no acudir, a la oferta. El acuerdo de acudir a la oferta, de aceptarla, recibe vulgarmente el nombre de “irrevocable”. Los accionistas firmantes de tales acuerdos se comprometen a aceptar con sus acciones la opa que un tercero, a su vez, se compromete a formular. A pesar de su nombre, estos compromisos no siempre son auténticamente irrevocables, pues, en ocasiones, se permite la revocación si un tercero formula una opa competidora o si la formula a un precio superior, en un determinado importe, al de la opa inicial. Tanto si se trata de acuerdos verdaderamente irrevocables como si no, sus firmantes deberán descontarse a efectos del cómputo.

La importancia práctica de este artículo no puede perderse de vista en el diseño de una operación de toma de control. Imaginemos que una persona adquiere a un determinado precio una participación inferior a la que obliga a formular una opa (una participación inferior al 30%) y después formula una opa voluntaria sobre el resto del capital a un precio *superior*. El precio equitativo funciona como límite mínimo, no máximo, por lo que la opa podrá formularse a ese precio superior. En tal supuesto, lo previsible es que la opa cumpla no una sino las dos condiciones que eximen al adquirente de la obligación de formular una opa obligatoria posterior. Cabe preguntarse, no obstante, si quien está construyendo un paquete de control -obteniendo un *foothold* en la sociedad- está autorizado a no anunciar que tiene intención de formular una opa voluntaria. Esta cuestión debe analizarse a la luz del artículo 16 del Real Decreto 1066/2007, que establece que «cuando se trate de ofertas voluntarias, tan pronto como se haya adoptado la decisión de formular una oferta pública de adquisición y siempre que se haya asegurado que se puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo (...), el oferente deberá hacer pública y difundir esa decisión en los términos establecidos en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio,

³⁹ Sobre la forma de realizar el cómputo véase ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., en García de Enterría y Zurita (dir.), *La regulación*, p. 224 y ss.

del Mercado de Valores». Interesa destacar ahora que no surgirá la obligación⁴⁰ de anunciar la intención de formular una oferta hasta que se cumplan dos condiciones: que se haya adoptado la decisión de formularla y que se haya asegurado que se la puede hacer frente íntegramente. El primer requisito debe entenderse generalmente cumplido cuando se haya adoptado el acuerdo de formular la opa por el correspondiente órgano de administración (consejo de administración o comisión ejecutiva)⁴¹. La segunda condición plantea mayores dudas interpretativas, puesto que no está claro si es suficiente un mandato de aseguramiento de la financiación, si es preciso haber firmado los correspondientes contratos de financiación, o incluso, si es necesario que tal financiación sea incondicional o no esté sujeta a condiciones que dependan de la voluntad de los financiadores (lo que se conoce como *certainty of funds*). Creemos, pues, que no surge la obligación de anunciar la intención de formular una opa voluntaria sino desde que se hayan cumplido ambas condiciones, y que la posible desigualdad de precios entre quienes vendieron antes de la opa y quienes vendieron en ella es una consecuencia necesaria de un sistema objetivo de opa *a posteriori* que claramente permite, a diferencia de nuestro anterior sistema intencional de opa *a priori*, las adquisiciones anteriores a la formulación de la oferta.

También merece alguna reflexión el supuesto contrario, esto es, la adquisición a un determinado precio de una participación inferior a la que obliga a formular una opa y la posterior formulación de una opa voluntaria sobre el resto del capital a un precio *inferior*. En este caso, el oferente estará presentando una oferta a un precio inferior al precio equitativo. Sin embargo, al tratarse de una opa voluntaria podrá formularse a

⁴⁰ Lo que no es óbice para que el oferente *pueda* anunciar su intención de formular una oferta aun cuando no se cumpla alguno de los requisitos. Poco después de la entrada en vigor del nuevo Real Decreto 1066/2007 se anunció en más de una ocasión la intención de formular una oferta sobre una sociedad cotizada (Iberia) sujeta a ciertas condiciones, como la realización de una *due diligence* o la obtención de financiación.

⁴¹ Sobre cuándo debe entenderse adoptada una decisión a efectos de publicar el correspondiente hecho relevante, son interesantes las apreciaciones contenidas en la Carta Circular 14/1998 del Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En ella se afirmaba que «el término adopción no debe interpretarse en sentido formal, sino en sentido empresarial: es el momento en el cual, en la estructura de dirección de la sociedad emisora, se ha aprobado definitivamente la operación, sin que sea previsible que vaya a ser rechazada por los órganos que formalmente hayan de ratificar la decisión (si es que éstos existen)». Más recientemente, debe tenerse en cuenta la Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que

cualquier precio. Esta maniobra reducirá el precio medio de adquisición de las acciones para el oferente. La opa podría calificarse de *coactiva* para los accionistas, ya que tendrán que decidir si venden al precio de la opa para no quedar prisioneros de unos valores que posiblemente no podrán vender después de la opa al precio de ésta, o si apuestan por el fracaso de la opa voluntaria, lo que obligaría al oferente a lanzar una segunda opa, ésta a precio equitativo.

7. Control adquirido por los accionistas de sociedades que se fusionan

El artículo 8 g) del Real Decreto 1066/2007 establece que en caso de fusión estarán exentos de la obligación de formular una oferta los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, siempre que:

- no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada; y
- pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control, sino un objetivo industrial o empresarial.

Este supuesto es nuevo en nuestro sistema de opas y supone un claro retroceso respecto del régimen antes vigente. En efecto, el Real Decreto 1197/1991 regulaba en su artículo 3 las adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa. Estas adquisiciones indirectas podían producirse de varias formas, una de ellas mediante la fusión «con otra sociedad (...), incluso no admitida a negociación en bolsa de valores o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones estén admitidas a negociación». En tal caso, si la fusión se realizaba con una sociedad de mera tenencia de valores, o con una sociedad en la que los valores de la sociedad afectada constituyeran parte esencial del activo cuya adquisición hubiera sido el motivo determinante de la fusión, debía formularse previamente una opa por la totalidad del capital y a precio intervenido cuando, como

se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante.

consecuencia de la fusión, se fueran a superar los correspondientes porcentajes de participación significativa entonces vigentes. Algo más benigno era el régimen cuando la fusión se producía con una sociedad que no fuera de mera tenencia de valores, pues en tal caso sólo era obligatorio formular una opa cuando, como consecuencia de la fusión, se alcanzara una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada. La opa debía formularse en este segundo caso, dentro de los seis meses siguientes a la fecha de fusión, por la totalidad del capital y a precio intervenido. En ambos supuestos intervenían al menos tres sociedades: la sociedad absorbente, la sociedad absorbida y la sociedad afectada. Al accionista de la sociedad absorbida se le atribuían, como consecuencia del canje, acciones de la sociedad absorbente, sociedad que, a su vez, tenía una participación significativa en una tercera, la sociedad afectada.

Pero el derogado Real Decreto 1197/1991 no regulaba un supuesto distinto del previsto en el artículo 3 que se acaba de resumir: la adquisición de una participación significativa por uno o varios accionistas de las sociedades que se fusionan, como consecuencia de la propia fusión. La doctrina⁴² y la práctica de la CNMV⁴³

⁴² Sobre la exclusión de formular una opa en el supuesto de fusión pueden consultarse FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., y DE CARLOS BERTRÁN, L., *El Derecho del Mercado Financiero*, 1.ª ed., Madrid (1992); FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., «Oferta Pública de Adquisición y Fusión de Sociedades», *Revista de Derecho de Sociedades*, 3 (1994), pp. 242-255; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 48 (1992), pp. 935-984; DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen Jurídico*, pp. 55 y 56; y SALA Y ANDRÉS, A.M., *Las OPAs obligatorias ordinarias*, 1.ª ed., Barcelona (2000), p. 230 y ss.

⁴³ En este sentido, la CNMV estimó que no era preciso lanzar una opa en los supuestos en que la participación significativa se adquiriera como consecuencia del canje de acciones derivado de una fusión. Véanse las fusiones de Cubiertas MZOV, S.A. y Entrecanales y Tavora, S.A. y EUR, S.A.; Aceprosa y Arlesa; Cementos Portland, S.A. y Portland Valderrivas, S.A.; Banco de Valencia, S.A. y Banco de Murcia, S.A.; Unión y el Fénix, S.A. y AGF Seguros; Vallehermoso y Prima Inmobiliaria, entre otras.

Uno de los presidentes de la CNMV hizo público este punto de vista sobre la aplicación práctica de la legislación de opas:

«Los cambios de control sin OPA se producen en general a través de otros instrumentos como las fusiones [y en nota añade:] El Real Decreto 1197/91 regula pormenorizadamente en su artículo 3 la fusión de una sociedad que tenga participación directa o indirecta en una tercera cuyas acciones estén cotizadas en España (y en estos casos exige OPA). La norma sorprendentemente ni menciona la fusión entre la propia cotizada y una tercera sociedad. En este último caso, la interpretación que viene dando la CNMV es que no se cumple el supuesto de hecho del art. 1 del Real Decreto 1197/91, y que no es exigible el lanzamiento de una OPA» FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., «Las OPAs y el Mercado de Control Empresarial: un balance de diez años de experiencia», *Revista de Derecho Mercantil*, 227 (1998), p. 48, nt. 23.

consideraban de forma unánime que tal supuesto estaba excluido del régimen de opas, aunque no figurara en el catálogo de excepciones de la norma.

El artículo 8 g) del Real Decreto 1066/2007 excepciona el supuesto que estamos comentando, pero condiciona tal excepción al cumplimiento de dos requisitos que no resultaban exigibles anteriormente.

En primer requisito es que el accionista o accionistas que rebasen alguno de los umbrales del artículo 4 no deben haber votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada. Si se tiene en cuenta que la fusión será promovida precisamente por los accionistas significativos de las sociedades fusionadas, que en muchas ocasiones las juntas generales de estas sociedades se constituyen en segunda convocatoria (de lo que dan fe los numerosos anuncios de convocatoria que publica la prensa, que normalmente incluyen previsiones de celebración en segunda convocatoria) y que, finalmente, la fusión es uno de los acuerdos sociales que requiere el voto favorable de al menos dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando concurre menos del 50% del capital y ésta se celebra en segunda convocatoria (art. 103.2 LSA), concluiremos que está por ver la virtualidad práctica de esta excepción⁴⁴. Sólo cabe esperar que, como ha ocurrido en el pasado, la rigidez de la norma se convierta en su peor enemiga y se elimine, mediante la oportuna reforma reglamentaria, esta condición⁴⁵.

El segundo requisito, que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial, es

⁴⁴ A pesar de ello, es justo reconocer que desde la entrada en vigor del Real Decreto 1066/2007, la CNMV ya ha tenido ocasión de exceptuar en una ocasión a una sociedad (Rayet) de la obligación de formular una opa sobre otra (Afirma) sobre la base de este supuesto (*vid.* Hecho Relevante número 92032, de 16 de abril de 2008).

⁴⁵ Más benigno es el régimen francés, que permite a la autoridad francesa, la AMF, excepcionar las operaciones de fusión o aportación de activos sometidas a la aprobación de la junta general de accionistas (art. 234-9 del *Règlement Général de L'Autorité des Marchés Financiers*); el portugués, que permite a su autoridad supervisora, la CMVM, excepcionar las fusiones de empresas siempre que la decisión de la junta general de la empresa que emite los títulos constata expresamente que la operación generaría la obligación de formular una opa (art. 189 del *Código dos Valores Mobiliários*); o incluso el italiano, que si bien impone que la fusión esté justificada por «necesidades industriales efectivas» sólo exige que sea aprobada por la junta general de accionistas de la sociedad adquirida, sin imponer deber de abstención alguno.

comprensible pero innecesario. Hubiera bastado con aplicar el instituto del fraude de ley. En cualquier caso, es claro que corresponderá al interesado acreditar el cumplimiento del requisito⁴⁶.

Finalmente, corresponderá a la CNMV «acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por el accionista, que no resulta exigible una oferta pública, una vez comprobado que se dan las circunstancias señaladas en el párrafo anterior». Este párrafo no aclara si la solicitud debe ser posterior al acuerdo de fusión o anterior, es decir, si puede presentarse una solicitud de forma “preventiva”. Creemos que ambas opciones deberían ser posibles.

V. OTROS SUPUESTOS NO INCLUIDOS EN EL CATÁLOGO DE EXCEPCIONES

En las páginas anteriores se han analizado los supuestos del artículo 8 del Real Decreto 1066/2007. Conviene advertir, no obstante, que el catálogo de dicho artículo no es completo. En el articulado del Real Decreto 1066/2007 pueden encontrarse otros supuestos en los que se exime al adquirente de la obligación de formular una opa, como ocurre en los siguientes casos:

- previa dispensa de la CNMV cuando otro accionista tenga un porcentaje de voto igual o superior al del que esté obligado a formular la oferta (art. 4.2);
- en caso de mera redistribución de derechos de voto (art. 5.4);
- previa dispensa de la CNMV en los cinco supuestos de toma de control indirecta o sobrevenida que regula el artículo 7; y
- en ciertos supuestos respecto de la opa de exclusión (art. 11).

El análisis y justificación de tales supuestos excede, sin embargo, el objeto de este artículo.

⁴⁶ El Hecho Relevante número 92032, de 16 de abril de 2008, por el que la CNMV comunica que exime a Rayet de formular una opa sobre Afirma, contiene un largo listado de condiciones, distintas de las previstas en el artículo 8 g) del Real Decreto 1066/2007.