

**EL MISTERIO DE LAS OPAs:
REALIDAD, DOCTRINA Y REGULACIÓN**

Juan Sánchez-Calero Guilarte*

Contribución a la obra

*AA.VV., Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al
Profesor Vicente Cuñat Edo*

(coords. González Castilla/Marimón Durá/Ruiz Peris)
Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valencia

Valencia 2010

pp. 741-754

ISBN 978-84-370-7968-4

Catedrático de Derecho Mercantil
Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail autor: jscalero@der.ucm.es
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://eprints.ucm.es/>

EL MISTERIO DE LAS OPAs: REALIDAD, DOCTRINA Y REGULACIÓN

Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

Resumen: El artículo se ocupa brevemente de la paradoja de la atención que concita el estudio del régimen de las OPAs –al que se achaca con frecuencia que existan pocas ofertas y que las que se formulen topen con dificultades- y la escasez de operaciones de esa naturaleza que registra en estos años el mercado español. Señala que esas dificultades nacen de normas ajenas a la regulación de las OPAs.

Palabras clave: OPAs, sociedades cotizadas, igualdad de trato, proteccionismo.

Abstract: This paper deals succinctly with the paradoxical attention devoted to the study of takeovers' regulation – which is often blamed for the short number of bids and for the drawbacks faced by the ones filed – in view of the scarcity of such sort of transactions in the last years in the Spanish market. It points out that such drawbacks are raised by provisions alien to takeovers' regulation.

Key Words: Takeovers, listed companies, equal treatment, protectionism.

SUMARIO

I.	INTRODUCCIÓN: EL DERECHO (Y LOS JURISTAS) FRENTE A LA REALIDAD.....	4
II.	EL MERCADO DE OPAS EN ESPAÑA.....	6
III.	¿UN PROBLEMA SINGULAR DEL MERCADO Y ORDENAMIENTO ESPAÑOLES?.....	8
IV.	DE LOS PRESUPUESTOS QUE CONVIENE NO OLVIDAR.....	9
V.	LA REGULACIÓN DE LAS OPAS Y LA CONSTRUCCIÓN EUROPEA.....	12
VI.	¿SON LOS MERCADOS DE VALORES AUTÉNTICOS MERCADOS DE CONTROL?.....	16
VII.	OPAS Y LEGISLACIÓN SOCIETARIA	18
VIII.	OPAS Y CONCENTRACIONES EMPRESARIALES.....	21
IX.	EL SOMETIMIENTO DE LAS OPAS AL INTERÉS GENERAL.....	22
X.	CONCLUSIÓN.....	24

I. INTRODUCCIÓN: EL DERECHO (Y LOS JURISTAS) FRENTE A LA REALIDAD

Estas páginas están animadas por un gran afecto y un muy modesto propósito. El primero es el que merece el Profesor Vicente Cuñat y que invita a participar en este Homenaje. El segundo se refiere a la idea que motiva esta contribución y que parte de una paradoja que advertirán cuantos proyecten su atención sobre las ofertas públicas de adquisición (OPAs) y el estudio de su regulación. Se trata de advertir de un hecho preciso: el alejamiento entre la utilización de este tipo de operaciones en nuestros mercados de valores y la atención doctrinal que su disciplina legal concita. No han faltado críticas repetidas a esa legislación, atribuyéndole precisamente una suerte de responsabilidad en el mal funcionamiento del “*mercado de OPAs*”, traducido en la escasez de operaciones que se plantean o en las dificultades con las que topan las que se anuncian o inician. Críticas que animan a revisar su fundamento, que adelanto ya que me parece endeble, sobre todo por la simplificación que comporta y por la deliberada ignorancia de factores heterogéneos que inciden en esa situación, con tanto o mayor alcance que la propia regulación de las OPAs.

La actual regulación se plasmó en la inicial modificación del correspondiente capítulo de la Ley del Mercado de Valores de 1988 por medio de la Ley 6/2007, de 12 de abril¹ y en la posterior adopción de un nuevo Reglamento. El Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición se vio sustituido por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, de idéntico título, que no entró en vigor hasta el 13 de agosto de 2007 (v. su disposición final cuarta). Desde esa fecha, la utilización de las OPAs ha

¹ La modificación de la LMV venía exigida por la incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva europea en materia de OPAs. Se pasó de un único artículo 60, a su ampliación a lo largo de un total de 5 artículos.

resultado escasa y decreciente, a la vez que la nueva legislación se ha visto saludada con un relevante interés doctrinal, traducido en la publicación de diversas obras generales², acompañadas por la frecuente publicación de numerosos estudios específicos sobre cuestiones insertas en aquel régimen.

En las páginas que siguen se suceden algunas reflexiones en torno a la paradoja señalada. El interés doctrinal se justifica con facilidad: la regulación de las OPAs es cualitativamente relevante. Afecta a operaciones de gran alcance empresarial, que no termina en las partes implicadas en una determinada oferta, cuyos efectos se proyectan sobre intereses amplios y variados, algunos elogiados y otros menos. Además, las OPAs suelen invitar a revisar la experiencia vivida en relación con cada una de ellas. No son escasas las soluciones normativas que nacen de supuestos concretos. La regulación de las OPAs enlaza de manera directa con principios fundamentales de nuestra legislación societaria y del mercado de valores. Al abordar, sin embargo, la escasa utilización actual de esas operaciones –su cantidad– debemos plantearnos si estamos ante un problema específico de la regulación de las OPAs, como con frecuencia se alega, si estamos ante un marco normativo que excede la disciplina particular de aquellas operaciones o si, en fin, la realidad de las OPAs obedece a condiciones heterogéneas (no sólo normativas), que limitan la efectividad de las OPAs en nuestros mercados.

² La bibliografía española en materia de OPAs es ingente, en especial a partir de la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1988. Lo que anima estas páginas es subrayar la intensa reacción doctrinal que ha acompañado a la reforma en vigor que, dejando a un lado monografías y artículos doctrinales múltiples, se ha traducido en una serie de volúmenes específicos: cabe citar AA.VV., *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007* (dirs. García de Enterría, J./Zurita, J.), Madrid, 2009, 1085 págs.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Régimen de las ofertas públicas de adquisición*, Madrid 2009, 636 págs.; AA.VV., *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)*, (dirs. Beneyto, J.M./Largo, R.), Madrid, 2009, 904 págs.; AA.VV., *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, (coords. Juste, J./Recalde, A.), Valencia, 2010, 821 págs.

II. EL MERCADO DE OPAS EN ESPAÑA

El problema o la paradoja esbozados reclaman precisar cuál es la realidad más cercana de las ofertas planteadas en el mercado español. Al hacerlo, conviene recordar que el número de OPAs no es el único dato relevante, sino cuál es la finalidad de las operaciones registradas. Porque la identificación entre OPAs y cambio de control no es exacta, si tenemos en cuenta que nuestro ordenamiento contempla el recurso a esta técnica en una variedad de situaciones, en las que la formulación obligatoria o voluntaria de una OPA no está destinada a lograr un cambio en el control de una sociedad cotizada. Se trata, como es conocido, de aquellas OPAs contempladas en los artículos 10 a 13 del Real Decreto 1066/2007, que apuntan a la obligada formulación de una oferta ante la exclusión de la cotización de las acciones de la sociedad afectada, ante una reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias o, finalmente, a la voluntaria presentación de la misma por quien no pretende alcanzar una participación de control o por quien, siendo ya titular de la misma, pretende incrementarla sin incurrir en el deber de formularla.

Estas hipótesis nos alejan de la significación general que se atribuye a las OPAs como operaciones de cambio de control. Su cómputo dentro del total de OPAs realizadas a lo largo de un período puede confundir en cuanto al grado de dinamismo de un determinado mercado de valores. Allí donde un número relevante de ofertas se integre en ese grupo, la capacidad de ese mercado para fomentar el cambio de control es incuestionable.

Dicho lo cual, pasamos a determinar el total de ofertas que se han producido en nuestros mercados desde que se aprobó la regulación vigente³:

³ El cuadro se ha realizado a partir de la información disponible en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (www.cnmv.es). Se han incluido sólo aquellas que habían

Adquisición y control		
Fecha de Autorización	Autor de la oferta	Entidad objeto
27/12/2007	Criteria Caixacorp, S.A. /Hisusa, Holding de Infraestructuras y Servicios Urbanos, S.A. /Suez Environnement, S.A. /Suez Environnement España, S.L.U.	Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A.
30/01/2008	Gepro XXI, S.L.	Compañía Española para la fabricación mecánica del vidrio, S.A.
12/03/2008	Undertake Options, S.L.	Metrovacesa, S.A.
26/03/2008	Promotora de Informaciones, S.A.	Sogecable, S.A.
16/04/2008	Altadis, S.A.	Compañía De Distribución Integral Logista S.A.
18/03/2009	Gas Natural SDG, S.A.	Unión Fenosa, S.A.
Oferta por exclusión		
Fecha de Autorización	Autor de la oferta	Entidad objeto
30/04/2008	Estabanell Y Pahisa, S.A.	Estabanell Y Pahisa S.A.
22/04/2009	Aguas de Valencia, S.A.	Aguas de Valencia, S.A.
09/12/2009	Inversora Mer, S.L.	Federico Paternina, S.A.
06/05/2010	Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A.	Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A.
14/06/2010	Mecalux, S.A.	Mecalux, S.A.
Por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias		
Fecha de Autorización	Autor de la oferta	Entidad objeto
19/09/2007	Metrovacesa, S.A.	Metrovacesa, S.A.
05/12/2007	Tubos Reunidos, S.A.	Tubos Reunidos, S.A.
15/07/2009	Corporación Dermoestética, S.A.	Corporación Dermoestética, S.A.
Oferta voluntaria		
Fecha de Autorización	Autor de la oferta	Entidad objeto
07/11/2007	Imperial Tobacco Overseas Holdings (3) Limited	Altadis, S.A.
07/11/2007	Nefinsa, S.A.	Uralita, S.A.
30/06/2008	Vancouver Gestión, S.L.	Plarrega Invest 2000, S.A.
03/06/2009	Pear Acquisition Corporation, S.L.	Itinere Infraestructuras, S.A.

sido autorizadas (art. 21 R.D. 1066/2007) a partir de la entrada en vigor del Reglamento (el 13 de agosto de 2007; Disposición Final cuarta del R.D. 1066/2007).

Puede observarse que la actividad en este trienio ha sido escasa, sobre todo en cuanto a las ofertas orientadas a alcanzar cambios de control. La mayoría de las encuadradas en ese apartado no suponían sino reajustes de situación de control previo o derivadas de los cambios que reclamaban refinanciaciones y otras consecuencias de la crisis económica. La mayoría de las OPAs registradas en ese período obedecían a otras motivaciones ajenas a la adquisición de una participación de control.

III. ¿UN PROBLEMA SINGULAR DEL MERCADO Y ORDENAMIENTO ESPAÑOLES?

El anterior cuadro dota de soporte empírico concreto a la intuición general acerca de que, en materia de OPAs, es mucho el ruido y son muy pocas las nueces. Se escribe, informa y habla con gran intensidad de las OPAs, pero al final éstas se han convertido en operaciones aisladas, incluso en su formulación más previsible, por obedecer a decisiones empresariales que tienen en la formulación de una OPA una consecuencia adjetiva o instrumental (tal sucede, principalmente, con el supuesto de las denominadas ofertas de exclusión o con las que complementan la gestión de la autocartera o la política de retribución al accionista).

Ante esa realidad, una reacción habitual pasa por atender a lo que sucede en otros mercados, como forma de deslindar las causas de esa situación que pertenecen a la realidad y régimen legal de nuestros mercados, frente a aquéllas de carácter común, que provocarían que esa atonía de las Bolsas españolas sea compartida por otros mercados europeos. Vaya por delante que esa suerte de comparación no parece convincente dada la variedad de parámetros y condiciones políticas, legales y económicas que cabe establecer entre los distintos mercados y ordenamientos.

En todo caso, los datos básicos ponen de manifiesto una evolución cercana a la de nuestros mercados. En Francia, se observa un notable decaimiento del número de operaciones, pues de un total de 67 ofertas en 2007, en el año 2009 se pasó a 29⁴. En Gran Bretaña, se observa también una evolución descendente en el número de ofertas, pues desde 134 OPAs en el ejercicio 2007-2008 se ha bajado a 90 durante el período 2009-2010⁵. Otro tanto cabe decir de la experiencia alemana, en donde el descenso de las OPAs en ese período es notable, desde un total de 47 operaciones en 2007, hasta 18 en 2009⁶. Esa tendencia pone de manifiesto que ha sido la crisis financiera y la reducción del crédito disponible la principal causa del descenso del número de operaciones en los mercados europeos.

IV. DE LOS PRESUPUESTOS QUE CONVIENE NO OLVIDAR

Los datos expuestos acreditan que las OPAs formuladas entre nosotros tienen un carácter cuasi anecdótico. A pesar de ello, no se puede, sin más, afirmar que estamos ante un fracaso normativo, pues como tal pudiera calificarse que tan notable esfuerzo regulatorio al final se proyecte sobre una atonía de mercados y empresas que cuestionan la pertinencia de aquella labor normativa. Tal aseveración parte de un planteamiento erróneo. El error radica en vincular el

⁴ De acuerdo con la información recogida en AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Rapport annuel AMF 2009*, pp. 138-139; disponible en www.amf-france.org

⁵ Hasta el 31 de marzo de 2010. Para más información v. los informes anuales publicados por The Takeover Panel con relación a los ejercicios señalados [Annual Report (2009), p. 17 y (2010), p. 23], disponibles en www.thetakeoverpanel.org.uk.

⁶ V. BAFIN, *Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, pp. 201 y 202, disponible en www.bafin.de. Especialmente interesante a la hora de comentar la evolución descendente del número de OPAs: “Die Zahl der gestatteten Angebote liegt damit weit unter dem Durchschnitt der letzten Jahre. Die negative Entwicklung an den Finanzmärkten und die damit einhergehenden Schwierigkeiten bei der Finanzierung von Unternehmensübernahmen machten sich auch weiterhin auf dem Übernahmemarkt deutlich bemerkbar.”

número de OPAs con la legislación vigente sobre estas operaciones. La conexión debe hacerse entre la finalidad que las OPAs están llamadas a cumplir y su observancia por parte de las (pocas o muchas) operaciones que terminen registrándose. No estamos ante un problema de acierto basado en la cantidad, sino en la capacidad de los mercados y de sus protagonistas para hacer que la formulación de una OPA se ajuste al diseño legislativo.

Las OPAs merecen un especial esfuerzo normativo y de interpretación doctrinal como consecuencia de la función que están llamadas a cumplir en los mercados de valores. Es una función múltiple que se proyecta tanto sobre lo que podríamos describir como principios rectores de nuestra legislación aplicable a esos mercados, como sobre aspectos del funcionamiento de las grandes sociedades, afectando también a genuinos aspectos de la política económica. A esa incidencia plural suman las OPAs su naturaleza conflictiva. Son varios y relevantes los aspectos de esas operaciones y de su régimen que evocan discrepancias y antagonismos. El presupuesto de una OPA suele ser el acuerdo entre determinados accionistas. Un acuerdo que margina a otros accionistas, que reaccionarán exigiendo la formulación de una OPA en unos casos, o tratando de boicotear la ya formulada en otros. El principio de igualdad de trato de los accionistas (cfr. art. 97 LSC) está en el origen de la exigencia de formular una oferta de compra pública a todos los accionistas en condiciones idénticas, pero esa propuesta contractual, a partir de su mero anuncio, verá sometida su prosperabilidad a toda una serie de maniobras -favorables o contrarias- que el ordenamiento consiente expresamente o, simplemente, no ha previsto. Las OPAs son escenarios de innovación. La experiencia vivida en operaciones concretas será emulada por otras sociedades -por ejemplo, a la hora de adoptar medidas de defensa que han acreditado su eficacia- o animará a reformas legislativas para impedir que lo que hubo de ser tolerado en una concreta oportunidad ante la falta de normas prohibitivas o restrictivas, no se

repita, por considerarlo contrario a los principios que animan la disciplina de esas operaciones. La innovación también se convierte en un esfuerzo de imaginación, orientado a adaptar una oferta concreta a la ley y a sus lagunas, lo que no siempre es fácil cuando se está en un ámbito marcado por la imperatividad de la norma, pero que conduce de forma repetida a debatir si una determinada propuesta vulnera "*el espíritu*" de la legislación.

Una OPA es también una invitación a cambiar. A trasladar el control de una sociedad, o a alterar su naturaleza o sus estatutos. Es un enfrentamiento entre gestores. De ahí que la más conocida y maniquea clasificación de las OPAs sea la que habla de hostiles o amistosas, ensalzando la importancia de la presencia o inexistencia de un conflicto. Un enfrentamiento que se dirime en el plano jurídico, pero también en muchos otros que condicionan el primero. Las sociedades en liza recurrirán a asesores jurídicos, ciertamente, pero también a quienes deben ejecutar una política informativa que no deja de ser cruenta, puesto que se tiende a estrategias que abren heridas que luego no son siempre fáciles de cerrar. Escasa es la reacción doctrinal ante las OPAs si la comparamos con la atención informativa que las acompaña. No cabe olvidar, por último, la vertiente política. La historia europea reciente es un ejemplo triste de intervención política descarada en operaciones empresariales. Unos Gobiernos lo hacen de manera más elegante y discreta, mientras que otros optan por una negación rotunda de la libertad de empresa, a partir de la invocación demagógica de los intereses generales o nacionales, en términos tan viscerales como escasamente convincentes, sobre todo si se proyectan sobre los principios esenciales de la ordenación económica europea, que no se olvide que son el pilar fundamental de la regulación vigente de las OPAs en el conjunto de la UE.

V. LA REGULACIÓN DE LAS OPAs Y LA CONSTRUCCIÓN EUROPEA.

Detengámonos en un aspecto fundamental de la regulación vigente, como es su inspiración europea. La normativa española en materia de OPAs se remonta a la reforma que en el año 2007 buscó la incorporación obligada de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. Algunos de los problemas que se observan en relación con esas ofertas en los mercados europeos (incluído el español), tienen su origen en esa Directiva, no ya en lo que dice, sino también en lo que omitió, probablemente porque el silencio era la más prudente solución para lograr un acuerdo entre los Estados miembros. Es conocido que esa Directiva tuvo una difícil gestación, tras el estrepitoso fracaso de los prolongados intentos previos de regular esta materia de forma armonizada. Las tensiones que tumbaron proyectos anteriores llevaron a optar por una solución de compromiso, de la que he expuesto en otro lugar que implica una contradicción manifiesta, puesto que una norma con finalidad armonizadora terminó convalidando las soluciones particulares y, en definitiva, convirtiéndose en un factor de disgregación⁷.

El desencanto que implicó la Directiva cara a la posibilidad de crear un genuino mercado europeo de control se puso de manifiesto pronto. Ya en el mes de febrero de 2007, la valoración de la Comisión Europea sobre cómo se estaba llevando a cabo la transposición de la Directiva⁸ no dejaba de alertar sobre riesgos que el tiempo ha confirmado. De entre las constataciones que entonces se hicieron basta con citar aquí la que señalaba que un número importante de

⁷ V. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La armonización disgregante: La Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas». Documento de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil 2006/3, mayo 2006, 63 págs., disponible en: <http://eprints.ucm.es/5624/1/sancalero.pdf>.

⁸ Para un apunte sobre la situación, v. *RDBB* 105 (2007), pp. 201-202.

Estados miembros había acreditado una abierta resistencia a eliminar las medidas impeditivas de la formulación de OPAs o, dicho de manera directa, que la armonización en esta materia la abordaban con un criterio marcadamente proteccionista. La evidencia de ese resultado insatisfactorio en la creación de un escenario armonizado en las reglas en materia de OPAs no dejó otra salida a la Comisión Europea que anunciar un especial seguimiento de la aplicación práctica de esas normas en cada uno de los Estados, considerando que la observación de la transposición de la Directiva y la resistencia de numerosos Estados miembros a aceptar sus principios fundamentales implicaban efectos amenazadores para el mercado europeo. En principio, la Directiva debería ser objeto de revisión en el año 2011. No parece que el actual escenario de intensa crisis económica abone un abandono de la resistencia más o menos explícita de numerosos Estados europeos a fomentar la creación efectiva de ese mercado, aunque ello implique una evidente postergación de los derechos de los accionistas en las respectivas sociedades cotizadas, que ven que la posibilidad de participar en cambios de control no depende sólo de razones estrictamente empresariales, sino de naturaleza principalmente política.

La armonización en materia de OPAs no sólo ha amparado una solución disgregante de la existencia de un mercado único, sino que se ha visto acompañada a lo largo de los últimos años de una sucesión de episodios más o menos intensos de abierto "*nacionalismo económico*". Unas veces de manera grandisonante y otras de forma más discreta y a la vez taimada, han sido varias las ocasiones en las que los Gobiernos europeos han irrumpido en OPAs anunciadas o presentadas, casi siempre con la finalidad de impedir su éxito. Vale tanto las declaraciones políticas que convierten la nacionalidad de una empresa (en realidad, la de la titularidad del control) en un elemento de interés general, o en la utilización de procedimientos administrativos o de otra naturaleza que se proyectan sobre la oferta (por normas en materia de defensa

de la competencia o de carácter sectorial) para introducir condiciones en la operación que la hacen inviable. Asistimos en este otoño de 2010 a un último ejemplo en el catálogo de episodios de esa naturaleza. La oferta que un grupo español ha presentado sobre una sociedad constructora alemana en la que ya participaba ha sido descrita como hostil y ha llevado a una llamada pública de los gestores de la sociedad afectada para que el Gobierno germano impida la operación. Incluso el que era visto como el mercado más abierto a la hora de permitir operaciones de control en diversos sectores económicos se ha visto contagiado por el virus del nacionalismo económico. La OPA presentada antes del verano de 2010 sobre uno de los grandes grupos alimentarios de Gran Bretaña llevó al Gobierno de aquel país a plantear ante su Parlamento la conveniente revisión de la permisiva normativa británica en materia de OPAs, girando hacia un indisimulado proteccionismo.

La víctima principal de esta situación es la confianza en los mercados europeos como efectivos mercados de control empresarial, lo que afecta al propio proceso de construcción de un Mercado Interior. Es contradictorio, cuando menos, que la libertad de capitales sirva para reclamar inversiones foráneas en el capital de sociedades cotizadas, al tiempo que cuando sus protagonistas pretenden convertir una inversión de cartera en una inversión de control, la bienvenida se torna en abierta hostilidad. Los efectos indirectos de esa situación no son menores para empresas y accionistas, que asisten a un espectáculo en el que la primacía de intereses políticos abre paso a la incertidumbre jurídica, al comprobar que dos operaciones similares pueden merecer tratamientos diversos.

El nacionalismo aplicado a la resolución de OPAs tiene unos efectos demolidores sobre el conjunto de los intereses afectados. Del daño a los mercados ya se ha hablado. Sucede, además, que la arbitrariedad en el

tratamiento de una OPA en atención a la nacionalidad del oferente es incompatible con el principio básico de la igualdad: no ya porque discrimina a los oferentes, sino también a las sociedades objeto de una OPA y a sus accionistas. Es además un escenario difícil de corregir, pues aquellos Estados o Gobiernos que no lo practican corren el riesgo de que se les reproche la “*pérdida de empresas estratégicas*” o el ser cómplices de los efectos que la OPA puede terminar teniendo sobre los intereses nacionales (empleo, deslocalización, alejamiento de los centros de decisión, etc.). Se apunta con ello al problema que subyace en ese tipo de intervención, que puede suponer una derogación de la primacía de los accionistas a la hora de decidir el futuro de una empresa. Se reclamará que una eventual operación no atienda sólo a la plusvalía que comporta para los titulares del capital, sino también sus efectos sobre los demás *stakeholders*. Son quejas a las que difícilmente se sustraen los Gobiernos, ante todo en escenarios preelectorales y, más aún, en un entorno tan difícil como el que depara la actual crisis económica. Hacer efectivos los ideales que animan la Unión Europea puede resultar demoledor en el corto plazo, sobre todo si otros que debieran participar en esa tarea tratan de sacar partido del “*idealismo*”. Lo peor, en cualquier caso, es que en materia de OPAs, se incentiva una política que actúa en directa contravención de los principios inspiradores del intento de armonización.

Es en ese escenario en el que se repite que lo que falla es la regulación, lo que reitera un diagnóstico erróneo. En especial porque la perturbación de las OPAs encuentra su fundamento en otro tipo de disposiciones legales.

VI. ¿SON LOS MERCADOS DE VALORES AUTÉNTICOS MERCADOS DE CONTROL?

La teoría que suele acompañar el estudio de las OPAs parte del presupuesto de que esas operaciones están llamadas a cumplir una principal función de ordenación del control de las sociedades cotizadas. Los mercados de valores son mercados abiertos a los cambios de control en las sociedades que los integran. Sociedades a las que se califica como públicas o abiertas, con el ánimo de distinguirlas de las privadas o cerradas, precisamente, en atención a la posibilidad que se da en las primeras de un cambio de control, a través de la oportunidad que supone la contratación pública de sus acciones. Debiera ser el mero juego de la oferta y demanda sobre las mismas el que determinara quién ostenta ese control, conforme a ese enunciado inicial.

Además, ese cambio de control se suele destacar que atiende a otro de los fundamentos que inspiran la disciplina de las OPAs, como es el de la paridad de trato, pues no en vano la oferta se dirige a todos los accionistas (art. 3.2 R.D. 1066/2007). La igualdad de los inversores en mercados organizados se concreta en el hecho de permitir a todos los accionistas participar a través de una OPA en condiciones idénticas y transparentes de un posible cambio de control. Así, la eventualidad de un cambio de control y la seguridad de que si se produce tal cambio, cualquier accionista podrá beneficiarse del mismo, son alicientes tópicos en la inversión en aquellas sociedades cotizadas.

Es notorio que, sin embargo, el fundamento del dibujo de los mercados de control se ha visto cuestionado desde hace mucho tiempo por distintas evidencias, comenzando por la que subraya que el control de una sociedad no pasa exclusiva o necesariamente por la tenencia de una participación relevante de su capital social y por una decisión de compra o venta negociada entre los

accionistas. Baste con apuntar aquí los ríos de tinta que han acompañado la idea de que en las sociedades cotizadas asistimos a una separación entre la propiedad y la gestión que afecta de manera directa a la titularidad del control.

A pesar de ello, las OPAs las inspira el criterio de un tratamiento prioritario de la propiedad accionarial. El poder de decisión de los accionistas se ve reforzado en términos mucho más precisos que los que depara la legislación societaria. Son varias las disposiciones que no sólo atribuyen a los accionistas las decisiones trascendentales (las individuales y las corporativas), sino que privan a los administradores de cualquier posibilidad de actuar ante la formulación de una OPA. No cabe cuestionar que la defensa de los accionistas de la sociedad objeto de la OPA, anima todo un sistema de reglas *pro accionista*: OPA obligatoria, competencias exclusivas de la junta general, pasividad exigida a los administradores, limitación y neutralización de medidas defensivas, ofertas competidoras, etc.

La intención de hacer efectiva la idea de que los mercados de valores deben servir para instrumentar cambios de control puede explicar las frecuentes contraposiciones entre los intereses de los administradores de un lado y los de los accionistas de otro, presumiendo que ambos se encuentran siempre en una posición contradictoria, lo que con frecuencia no se sostiene. En esa aproximación criticable, se abunda en el error cuando se recurre a catalogar las ofertas y sus episodios en función de la incidencia que puedan tener sólo sobre algunos de esos intereses. El ejemplo más simple nos lo ofrece la calificación de una oferta como hostil o amistosa, sin aclarar cuál es el criterio acogido de tal calificación. Sorprende que se califique como hostil una operación que comporta para cualquier accionista un beneficio contante y sonante sobre el valor de cotización. Sin embargo, la hostilidad resultará indiscutible si

proyectamos los efectos de la oferta sobre los administradores que prevén su sustitución.

Es en esa frecuente contraposición entre los intereses de los accionistas y los administradores de una sociedad donde la crítica a las OPAs encuentra también un fácil caldo de cultivo. Sobre todo cuando una oferta, que para todos los accionistas habría supuesto un beneficio indiscutible a través de su aceptación, genera una notable defraudación en las expectativas de los inversores al no presentarse, no ser autorizada o retirada por el oferente. En esos casos, los inversores vuelcan su descontento en la disciplina de las OPAs que consideran que es la que ha permitido que esa venturosa operación no llegue a puerto. Cuesta en esos casos deslindar los motivos por los que la OPA en concreto no llegó hasta el final, pero cabe señalar que con suma probabilidad, su causa no estuvo en el régimen de las OPAs, sino en otro lugar. Los centros de la decisión final son ajenos a las empresas en liza y las decisiones en contra de la OPA se adoptarán a partir de normas distintas de las que contemplan la LMV y su Reglamento.

VII. OPAS Y LEGISLACIÓN SOCIETARIA

Nuestro ordenamiento ha venido en los últimos años deslizándose hacia un progresivo reconocimiento del estatuto de las sociedades cotizadas. La culminación la ofrece hoy el Título XIV de la LSC, dedicado a las “*sociedades anónimas cotizadas*”. Se trata de la disciplina especial de las sociedades con acciones admitidas a negociación a las que, en todo lo no previsto en el citado título, les resultarán aplicables las disposiciones propias de las sociedades anónimas en general (art. 495.2 LSC). Es decir, nuestro ordenamiento admite la utilización por las sociedades cotizadas de las diversas opciones estatutarias que la normativa general facilita a cualquier sociedad anónima con

independencia de que ello incida sobre su organización o gobierno. Esto, aun siendo notorio, debe remarcararse pues constituye una opción destacable. La condición de sociedad cotizada, pública o abierta no resulta incompatible con el uso de aquellas soluciones estatutarias que pueden afectar al control de la sociedad, ya sea en relación con el capital o con la gestión. Es una opción, en efecto, pues no faltan ejemplos en otros ordenamientos en los que la condición de sociedad cotizada no autoriza el uso de distintas medidas estatutarias o contractuales que en una sociedad anónima condicionan el acceso a su control y su ejercicio.

Son muy distintas las previsiones estatutarias que integran la categoría de las medidas defensivas, puesto que se utilizan con una clara finalidad de obstaculizar la adquisición del control de la sociedad o, cuando menos, la plena efectividad de su ejercicio una vez adquirido. En algunos casos, esas medidas puede que no fueran concebidas por el legislador con esa finalidad, pero han terminado siendo utilizadas con ese propósito (aunque no se confiese). En otros, por el contrario, era manifiesta la intención de dificultar la incorporación a la sociedad de nuevos accionistas significativos.

Ninguna de esas medidas fue diseñada con la perspectiva de la inminente formulación de una OPA sobre las acciones de la sociedad. Ha sido la práctica empresarial la que ha ido apuntando y confirmando su aptitud. De forma que las OPAs se ven dificultadas por normas societarias. Como las reformas estatutarias se proponían en épocas de calma, su adopción no podía ser cuestionada por las reglas que limitan ese tipo de actuación una vez que se hubiera anunciado la OPA (v. artículos 28 y 29 RD 1066/2007). Su justificación suele ser la defensa del interés social y es en este punto donde surge el debate, puesto que las medidas defensivas o de blindaje reabren la discusión acerca de su real motivación. Se criticará que innovaciones estatutarias que dicen ser

adoptadas en interés de los accionistas, constituyen en realidad un ejemplo de apropiación del poder de decisión por parte de los administradores. Basta para ello con subrayar la difícil convicción que conlleva alegar que la limitación de derechos de un accionista se hace en su propio interés. A lo que se podrá responder que, en efecto, una limitación estatutaria puede venir motivada por la defensa de los intereses de determinados accionistas, limitando los derechos de otros accionistas, abriendo el pulso entre mayorías y minorías. Hemos asistido en estos últimos meses a una discusión particularmente intensa en torno a las limitaciones del derecho de voto, que la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 ya autorizaba, que se mantuvieron en 1989 en el Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y que, al final, han sido objeto de una solución específica consistente en una radical modificación del criterio legislativo.

El art. 515 LSC nos dice que ese tipo de limitaciones serán nulas de pleno derecho en las sociedades cotizadas. Aunque esa reforma se ha visto acompañada de una singular polémica, al haberse presentado la iniciativa reformadora como la respuesta a un conflicto empresarial concreto, lo cierto es que las limitaciones estatutarias del derecho de voto habían terminado por ser una de las medidas más utilizadas por las sociedades españolas. Ahora se las priva de esa posible limitación, pero se mantienen otras soluciones estatutarias que permite la legislación societaria y que tienen una eficacia perturbadora de las OPAs largamente acreditada.

Junto a esas medidas estatutarias encontramos en la legislación societaria otras previsiones que también inciden sobre una eventual OPA. Me refiero, por ejemplo, a los pactos parasociales, que la observación de nuestros mercados pone de manifiesto que son objeto de una creciente utilización. Nuestro ordenamiento optó por aceptar la validez de los mecanismos contractuales de

control en sociedades cotizadas, probablemente desde una perspectiva realista, puesto que la experiencia ponía de manifiesto la extendida práctica de acceder a los mercados de valores a partir de una situación previa de control concertado entre determinados accionistas.

La contemplación de todas esas medidas estatutarias o contractuales desde el régimen de las OPAs suele ser equívoca. Se las presenta de manera peyorativa, al considerar que tienen una finalidad esencialmente de defensa, ignorando que son soluciones diseñadas no ya con respecto a la legislación bursátil, sino atendiendo a los distintos intereses presentes en la vida de una sociedad anónima.

VIII. OPAs Y CONCENTRACIONES EMPRESARIALES

Las OPAs se insertan en el régimen de las concentraciones empresariales. La presentación de la OPA se convierte en el cauce hacia una concentración empresarial futura y la mejor prueba de ello la tenemos en la habitual inclusión en el régimen reglamentario de previsiones aplicables a la OPA, de una disposición específicamente orientada a conciliar el procedimiento bursátil de autorización y ejecución de la OPA con la correspondiente vigencia de los procedimientos de supervisión y autorización establecidos en la normativa de defensa de la competencia. De hecho, puede afirmarse que la autorización en sentido propio de la OPA (competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores), se hace depender de la obtención de otras autorizaciones, como sucede con la que nos ocupa. Esto rige, como es notorio, tanto cuando estamos ante una operación de ámbito nacional como si tiene dimensión comunitaria.

Dada la incertidumbre que rodea la futura decisión que puedan adoptar las autoridades en materia de competencia, lo habitual es que la oferta se presente

condicionada no ya a la autorización de aquéllas, sino sobre todo a la eventualidad de que esta autorización esté a su vez sometida a condiciones que para el oferente impliquen una sustancial alteración de los objetivos empresariales que animaron su decisión de presentar la OPA. No son pocas las ocasiones en las que ha sido precisamente el criterio adoptado al amparo de la disciplina de defensa de la competencia la razón determinante del abandono o desistimiento de una OPA, con la consiguiente decepción de quienes hubieren contemplado la misma como una oportunidad para una relevante plusvalía. La frustración de la OPA por esa causa resultará, de nuevo, ajena a la propia regulación de éstas. No es tampoco desdeñable la influencia larvada que en esas condiciones impuestas en defensa de la competencia influyan argumentos que puedan reconducirse a la idea del nacionalismo económico o de la intervención administrativa basada en intereses generales más o menos difusos. Lo que no puede hacer la disciplina de las OPAs es dejar de reconocer al oferente la facultad de desistir de una operación cuando los términos conforme a los que se autoriza finalmente su ejecución distan sensiblemente de los que se contemplaron inicialmente.

IX. EL SOMETIMIENTO DE LAS OPAS AL INTERÉS GENERAL

Los problemas son similares cuando lo que se plantea es la necesidad de conciliar el régimen de las OPAs con lo que podríamos denominar legislaciones sectoriales. La mejor prueba de esa similitud la ofrece el vigente Reglamento que aborda en el art. 26.2 (después de la consideración del régimen de las operaciones de concentración) la incidencia que para una OPA pueda tener la autorización de algún otro organismo administrativo. Una previsión que resultaba igualmente imprescindible si se toma en cuenta el habitual recurso de las normas fundamentales de distintos sectores económicos en los que operan sociedades cotizadas, consistente en la exigencia de una autorización

administrativa previa o posterior a, entre otros supuestos, la adquisición de participaciones significativas en esas sociedades. Es la defensa de los intereses generales afectados por el ejercicio de la actividad empresarial en esos sectores (los de la economía nacional, los del mercado, suministro, los derechos de los consumidores, etc.) los que justifican la atribución a los organismos supervisores o “*reguladores*” de una competencia de autorización o informe (preparatorio de la posterior autorización gubernativa) a partir de la previsible adquisición de participaciones significativas en las empresas correspondientes.

Volvemos a lo que podríamos resumir como la intervención pública o estatal en la organización empresarial como factor de distorsión de las OPAs. Retornamos también al problema del nacionalismo económico que la Unión Europea sigue sin resolver. Baste con traer a colación los sucesivos episodios y procedimientos vividos con respecto a las acciones de oro y recursos similares en las empresas públicas privatizadas, en España y en otros Estados. Es notorio que muchas de esas imprescindibles autorizaciones expresan el temor a la pérdida de “*soberanía económica*” allí donde se permita que empresas relevantes en mercados vinculados con determinados servicios públicos estén controlados por accionistas extranjeros. Un temor que no debería regir en el ámbito de las relaciones europeas, pero que sin embargo, se ve contradicho por una situación difícilmente comprensible como es que determinados Estados europeos descarten por completo la eventualidad de que sus grandes empresas estratégicas puedan ser objeto de una OPA, al tiempo que animan a sus inatacables “*campeones nacionales*” a adentrarse en otros mercados y, si se presenta la ocasión, a formular una OPA sobre las empresas locales que operan en ese mismo sector. De nuevo, estamos ante una problemática político-económica esencial que sin estar originada por la formulación de una OPA, tiene en ella un escenario privilegiado para apreciar su intensidad. El resultado nada debe a la regulación de éstas. Guarda relación con la aplicación de

criterios como el de reciprocidad en las inversiones, la disparidad y desigualdad normativa y competitiva de los ordenamientos nacionales respectivos, que es cierto que favorecen o limitan a las empresas participantes en una OPA.

Lo único que ha de señalarse es que los poderosos argumentos que nacen de esas legislaciones sectoriales condicionan de manera sustancial el desarrollo de una OPA. Para ilustrarlo bastará con volver al mercado español y, en concreto, al índice IBEX-35. Dentro de éste nos encontramos con que, en septiembre de 2010, un número significativo de las sociedades que participan en ese índice se encuentran afectadas por autorizaciones a la adquisición de participaciones significativas establecidas en su normativa sectorial, sea la aplicable al sector bancario⁹, asegurador¹⁰ o energético¹¹.

X. CONCLUSIÓN

Los argumentos que de manera breve se han expuesto permiten concluir que la limitada utilización de las OPAs en la época más reciente de los mercados españoles tiene escasa relación con su específica disciplina. Es sobre todo la crisis de liquidez existente la que condiciona el planteamiento de esas ofertas y, en el plano jurídico, los problemas no surgen tanto desde aquella disciplina, como de las normas mercantiles o administrativas que autorizan o contemplan

⁹ V. artículo 57 y ss. de la Ley 26/1988, de 26 julio de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito.

¹⁰ V. artículo 66 del Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de Seguros Privados, aprobado por RD Legislativo 6/2004, de 29 octubre.

¹¹ Se trata de la necesaria autorización de la Comisión Nacional de la Energía, según lo dispuesto en la Función Decimocuarta del Apartado Tercero de la Disposición Adicional Undécima de la Ley 34/1988, 7 octubre del Sector de Hidrocarburos.

actuaciones que, al final, implican una posible obstaculización al planteamiento y desarrollo de una OPA.

El esfuerzo doctrinal desplegado en su estudio acreditará su utilidad una vez que vuelva el mercado a los niveles anteriores de la crisis.