

**LAS OPAS EN EL MERCADO ESPAÑOL  
(Observaciones a partir de la práctica más reciente)**

Juan Sánchez-Calero Guilarte  
Alberto Javier Tapia Hermida

Publicado en:

Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores nº 6 (2002), pp. 66-82

Dep. Legal: B-33-501-2002

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
[jscalero@der.ucm.es](mailto:jscalero@der.ucm.es)  
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

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

**LAS OPAS EN EL MERCADO ESPAÑOL:  
(Observaciones a partir de la práctica más reciente)**

**por Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y Alberto J. TAPIA HERMIDA  
Departamento de Derecho mercantil  
Universidad Complutense.**

SUMARIO:

1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA, MERCADOS DE VALORES Y ARMONIZACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OPAS.....	9
3. FINALIDAD Y TIPOLOGÍA DE LAS OPAS FORMULADAS EN EL MERCADO ESPAÑOL.....	12
4. LA DETERMINACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA.....	18
5. LAS TRANSFERENCIAS DE PAQUETES DE CONTROL SIN FORMULACIÓN DE OPAS .....	22
6. HOSTILIDAD Y AMISTAD EN LAS OPAS: LA POSICIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE LAS SOCIEDADES AFECTADAS ANTE LA OFERTA..	31
7. LOS “BLINDAJES” ESTATUTARIOS.....	39
8. CONCLUSIÓN.....	42

## 1. INTRODUCCIÓN.

1. Pocas materias existen, en el estudio del régimen de las sociedades cotizadas, en donde se encuentre el observador con una discusión tan atractiva como la que hace referencia a las ofertas públicas de adquisición (OPAs). La terminología que se emplea y las ideas que de manera recurrente afloran en el debate sobre esa figura resultan siempre sugerentes, probablemente porque algunas de las cuestiones -nuevas o permanentes- sometidas a discusión nos sitúan ante algunos de los principios más notorios del Derecho del mercado de valores o del de sociedades. En ese sentido, cabe apuntar cuestiones tales como la lucha por el control, la defensa de la minoría, el tratamiento paritario de los accionistas, la sustitución de los administradores, entre otras que, al tiempo que invocan algunos de los temas capitales y constantes en el Derecho de sociedades, conducen al lector a un escenario sugerente, en la medida en que adivina una pugna en los mercados en términos afines a los de las novelas de caballerías. Valgan a este respecto algunos términos unánimemente aceptados y que se usan como conceptos cuasi jurídicos: son tópicas las referencias a *caballeros blancos* o *píldoras envenenadas*, nada menos.

2. En la medida en que esa presentación de las OPAs ha estado notablemente influida por la experiencia de los mercados anglosajones, por ser los más desarrollados, resulta de todo punto imprescindible -a la hora de abordar el estudio del régimen legal de esas operaciones en el mercado español- conocer de manera adecuada la realidad de las mismas en nuestro mercado de valores. Y ello para comprobar si esa espectacularidad y grandilocuencia con la que se puede justificar la práctica de las OPAs en aquellos mercados anglosajones resultaban igualmente aplicables en la realidad española. Como en tantos otros aspectos de la actividad sobre la que se proyecta el Derecho mercantil, una revisión de la experiencia parece imprescindible no sólo para

tratar de concluir en qué medida las OPAs son un problema que se plantea en términos similares en los distintos mercados o si, por el contrario, la práctica española de las OPAs presenta una singularidad indiscutible que lleva a discrepar de su mera reconducción a conceptos, términos y categorías más difundidos en otros mercados. Y esta llamada de atención sobre la conveniencia de examinar la realidad de cada mercado de valores antes de lanzarse al vacío de importar polémicas ajenas consideramos que puede ser útil para todo el área iberoamericana.

3. Además, el análisis y valoración de la realidad de nuestro mercado de valores sirve para formular algunas consideraciones en cuanto a la política legislativa pasada o futura. A modo de ejemplo, señalemos las que se pueden orientar hacia el sentido y la prosperabilidad de los prolongados y renovados intentos por armonizar ese régimen en un plano supranacional (cuyo ejemplo más significado lo ofrece la elaboración de la 13<sup>a</sup> Directiva en materia de Derecho de sociedades<sup>1</sup>) o, en el ámbito nacional, las que sirven para intentar una evaluación del resultado de la aplicación del vigente Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores (modificado por los RRDD 437/1994, 2590/1998 y 1676/1999). En el primero de los sentidos, el debate sobre la armonización europea de la disciplina de las OPAs reconduce la cuestión a sus adecuados términos que, en el orden jurídico, siguen siendo esenciales. Más allá de su apariencia y de la belicosa retórica que suele envolver estas operaciones, su disciplina sigue exigiendo del legislador y de los órganos encargados de aplicarla la consideración de intereses merecedores de esencial ponderación. Sin perjuicio

---

<sup>1</sup> Es obligada la referencia, por su interés, al *Rapport du Groupe de Haut Niveau d'Experts en Droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition*, Bruselas, 10 de enero de 2002, 106 páginas. El citado Grupo, del que forma parte el Profesor José María Garrido, recibió un mandato amplio: su primer objetivo era la regulación comunitaria de las OPAs (a la que se refiere el documento citado), pero la labor encomendada a los expertos apunta también a la modernización del Derecho de sociedades; v. *Rapport*, p. 1.

de recordar algunos de ellos a lo largo de los siguientes apartados y, en especial, al retomar el sentido teleológico de las OPAs, procede subrayar, en cualquier caso, que del éxito de esa regulación deriva la propia confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores. Éste pasa por el tratamiento igualitario de todos los inversores, a los que se debe ofrecer una información paritaria y facilitar idéntica suerte en la evolución de los valores y sociedades en que invierten. En el caso de las OPAs, el supuesto en el que la igualdad se proyecta es el de la cesión del control de una sociedad. Si éste se produce de manera que de sus efectos se benefician algunos mientras otros son marginados o, incluso, indirectamente perjudicados, se sientan las bases para una crisis de credibilidad del conjunto del sistema regulador.

4. Fue, precisamente, el intento de evaluar la aplicación del vigente Reglamento el que hace algunos años, y en el marco de una obra colectiva que desmenuzaba el RD 1197/1991, nos llevó a intentar una iniciativa similar a la que anima estas páginas<sup>2</sup>. El tiempo transcurrido desde entonces ofrece nuevos e interesantes materiales<sup>3</sup> -algunos cuidadosamente elaborados por algunas de las instituciones más representativas de nuestros mercados<sup>4</sup>- que nos animan a intentar una actualización de algunos de los criterios que ya en la anterior ocasión utilizamos para esa misma tarea. En este intento de actualización, debemos empezar por constatar que el escenario en el que se producen las OPAs sobre sociedades españolas ofrece notables diferencias con respecto al existente en 1993. El proceso de globalización y la consiguiente integración

---

<sup>2</sup> V. SÁNCHEZ-CALERO, J./TAPIA, A., (con la colaboración de J. BAILLO) "Breves consideraciones a partir del análisis de la aplicación del R.D. 1197/1992, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores", en AA.VV., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, (dir. SÁNCHEZ CALERO, F.), t. II, (Madrid 1993), p. 791 y ss.

<sup>3</sup> V. FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. "Las O.P.A.s y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia", RDM 277 (1998), p. 37 y ss.

<sup>4</sup> Así sucede con el *Informe de Mercado 2001*, (Madrid 2002), 152 páginas, elaborado por la BOLSA DE MADRID, que trata de las OPAs en las páginas 108 a 110.

entre los distintos mercados de valores no pueden olvidarse a la hora de analizar la realidad de las OPAs y los que pueden ser criterios orientativos de su mejor disciplina. Desde 1993 hasta el presente se han acentuado ciertas situaciones esenciales a la hora de analizar el problema del control societario: los principales Estados europeos -y dentro de ellos, España- han culminado, prácticamente en su totalidad, los procesos de privatización de sus empresas más emblemáticas y que han alcanzado una dimensión que resultaba difícil imaginar apenas un decenio atrás. Así, la estructura de la propiedad de las sociedades cotizadas ha evolucionado de forma significativa<sup>5</sup>. Las sociedades de una cierta dimensión apelan a la inversión en un entorno internacional y esa competencia derivada de la cotización transfronteriza determina una aproximación entre los criterios reguladores a establecer en los diversos mercados. La armonización reguladora se produce de forma simultánea a la competencia entre los mercados de modo tal que, por ejemplo, las mejoras del *corporate governance* se han convertido en uno de los elementos más destacados para esa regulación y concurrencia entre empresas y mercados<sup>6</sup>. Sin embargo, siguen vigentes ciertos mecanismos legislativos o de intervención -como pueden ser la acción de oro, las regulaciones sectoriales (v.g., la bancaria) o la cláusula del interés nacional- que impiden afirmar que el mercado de control se rija, exclusivamente por las normas societarias y bursátiles. Se trata de un simple esbozo de circunstancias conocidas que no pueden dejarse de lado a la hora de observar la práctica de las OPAs, tratar de ofrecer alguna explicación a

---

<sup>5</sup> Ver la reciente información que al respecto ofrece GARCÍA COTO, D., "La propiedad de las acciones en las Bolsas europeas", en Bolsa de Madrid 110, (2002), p.11 y ss.

<sup>6</sup> En este sentido, COFFE Jr. J.C., "The coming Competition among Securities Markets: What Strategies will dominate", en Columbia Law School. The Center for Law and Economic Studies. Working Paper, no.192, September 24 (2001), p. 49 y ss. identifica este reforzamiento de las reglas del buen gobierno corporativo como uno de los elementos de la "carrera hacia la excelencia" ("race to the top") que es una de las estrategias competitivas -frente e la carrera hacia el fondo ("race to the bottom")- entre mercados.

esa comprobación empírica y, en fin, apuntar aquellos aspectos del sistema que pudieran ser corregidos.

5. También pensamos que abordar en estos momentos la realidad de las OPAs que se proyectan sobre valores de sociedades españolas es una buena ocasión para alguna reflexión de calado. Tal sucede con la propia función de la figura. ¿Cuál es la función de las OPAs en el sistema diseñado por nuestra legislación del mercado de valores desde 1988? Los datos empíricos que han motivado este trabajo ¿respaldan esa concepción teleológica o, por el contrario, la cuestionan abiertamente? No creemos errar si afirmamos que una observación atenta de la evolución del mercado de valores español revela que éste no ampara un mercado de control societario en sentido estricto. Los cambios de control no se producen “en el mercado” y las OPAs no son utilizadas con esa función principal que inspira su régimen<sup>7</sup>, sino que, en la mayoría de las ocasiones, las OPAs aparecen como un instrumento bursátil de ejecución de decisiones de abandono del mercado (planteando directamente la exclusión de la negociación o el incremento de la participación mayoritaria de control previa a la exclusión).

6. A partir de esa realidad, puede considerarse que las OPAs no cumplen su función esencial por cuanto, por regla general, no se utilizan para lograr cambios en el control de las sociedades cotizadas. Lejos de servir para ese propósito, las OPAs se han convertido en un sistema de ejecución de cambios de control negociados fuera del mercado, que permiten participar en los beneficios de esa operación a los demás accionistas de la sociedad afectada, si bien en ocasiones de una forma limitada (caso de OPA parcial). Las OPAs no están sirviendo –salvo contadas excepciones que la terminología al uso califica como *hostiles* (v. infra 6)- como vía para pugnar por el control (con quienes lo detentan en ese momento o quienes puedan actuar como posteriores

---

<sup>7</sup> V. la información que ofrece FERNÁNDEZ-ARMESTO, RDM 227 (1998), p. 46 y ss..

competidores del oferente inicial), sino que su utilización es, ante todo, procedimental: pactada la cesión del control fuera del mercado, aquella se encauza a través de una OPA en la que se invita a participar a los demás accionistas.

7. Dado que la situación descrita se considera insatisfactoria, es frecuente volver la mirada hacia la regulación como la causa de esa situación, invocando la utilidad del Derecho comparado como fuente de soluciones adaptables en nuestro ordenamiento. Creemos, sin embargo, que esa no es la orientación adecuada. El problema radica, en nuestra opinión, en la propia estructura de propiedad del capital de las sociedades cotizadas, en las que existe una notable concentración de poder, el porcentaje vinculado al grupo de control es significativo y, en lógica reciprocidad, no lo son los porcentajes de capital no vinculados con dicho grupo (*free float*). Si a ello se suma la utilización de las diversas opciones que la legislación societaria depara para dificultar los cambios de control (v. infra 7), se puede concluir que la escasa utilización de las OPAs puede justificarse más a partir de esas circunstancias de hecho de las sociedades y mercados españoles, que por las deficiencias de la regulación española en materia de OPAs.

8. A la vista de lo señalado, no deja de ser preocupante el panorama descrito, sobre todo por cuanto pueda ahondar en una extendida pérdida de confianza hacia el correcto funcionamiento de los mercados. Mas la intuición que al respecto cabe aventurar es que la reacción frente a ese riesgo de descrédito generalizado excede en mucho de la disciplina de las OPAs (sin perjuicio de que su regulación adecuada contribuye decisivamente a dicho propósito) y tiene que ver con la adopción de un nuevo régimen aplicable a las sociedades cotizadas<sup>8</sup> que, entre otras muchas medidas, impulse la

---

<sup>8</sup> V., por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades* (Madrid 2001), p. 27 y ss. El Gobierno español ha anunciado en estos días su intención de impulsar esa delimitación legislativa de la sociedad cotizada por medio del Código de sociedades mercantiles preparado por la Comisión de Codificación.

identificación y transparencia del control societario, favorezca las relaciones de control basadas en la titularidad del capital e imponga un marco normativo que extienda de forma ilimitada a todos los accionistas en condiciones de paridad los beneficios inherentes a un cambio de control.

## **2. GLOBALIZACIÓN ECONÓMICA, MERCADOS DE VALORES Y ARMONIZACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OPAs.**

1. Al igual que sucede con muchas otras cuestiones relativas a la ordenación de los mercados de valores, la disciplina de las OPAs no escapa a la influencia derivada de la globalización económica. Los cambios registrados en los últimos años permiten contemplar el funcionamiento de los distintos mercados de valores desde perspectivas que difícilmente podían ser adivinadas hace escasos años. La situación admite ser resumida en términos sencillos, sin que ello desvirtúe la trascendencia de los problemas planteados: los mercados de valores se encuentran ubicados en una relación de competencia derivada de la posibilidad de libre acceso a los mismos de las sociedades emisoras de valores y de los inversores; en consecuencia, las posibilidades de formulación de OPAs aumentan notoriamente. El mercado de control societario ofrece un ámbito de actuación notablemente ampliado.

2. Mas la competencia puede predicarse con respecto a actores y mercados entre los que existe una cierta igualdad. Aquí surge una primera circunstancia que lleva a dudar que pueda afirmarse que, en el momento actual, existe de hecho una ampliación objetiva de las OPAs. Se pone de manifiesto en este punto, la íntima vinculación que existe entre la disciplina de las OPAs y la del Derecho de sociedades. La aproximación en la legislación de las OPAs no permitirá, en sí misma considerada, una igualdad en la posición de los oferentes y de los destinatarios de la oferta.

3. En el momento presente, la reforma de las OPAs es un problema que no puede abordarse de manera rigurosa sin tomar en cuenta las tendencias que se advierten en la simultánea discusión sobre el marco normativo futuro de las sociedades mercantiles y del mercado de valores. Es fácil coincidir en la conveniencia de que las reglas en materia de OPAs sean comunes en los distintos mercados europeos. Tal es la razón de la armonización que se venía persiguiendo a través de la Decimotercera Directiva en materia de sociedades. E igualmente parece sencillo compartir la conclusión de que la eficacia de esa armonización va a depender en buena medida de la de las normas societarias aplicables a las sociedades cotizadas<sup>9</sup> (p.e., derecho de voto, información del accionista- inversor), que van a tener que incidir en el aspecto interno de la organización societaria o, por decirlo de manera clara, en la estructura del poder corporativo<sup>10</sup>.

4. En cualquier caso, la armonización del régimen de las OPAs admite ser contemplada, cuando menos en dos ámbitos territoriales diversos: el europeo y el internacional. Desde el punto de vista de la aproximación europea ya se ha subrayado que nos encontramos en una nueva etapa provocada por el rechazo a la aprobación de la Propuesta de Decimotercera Directiva. En el impulso que para esta cuestión suponen los trabajos hasta ahora desarrollados a instancias de la Comisión Europea, aparece como prioridad la armonización de las OPAs dentro de un objetivo más amplio: la integración de los mercados europeos de capital en el año 2005<sup>11</sup>. No es extraño que se considere a la aproximación de la disciplina de OPAs como uno de los elementos esenciales de esa integración de los mercados de capitales.

---

<sup>9</sup> V. LUTTER, "Concepciones, éxitos y tareas futuras de la armonización europea del Derecho de sociedades", Not. CEE 210 (2002), pp. 50-51.

<sup>10</sup> V. LUTTER, *loc. cit.*, pág. 46 y ss. y RECALDE, "Organización y buen gobierno de las sociedades anónimas cotizadas", Not. CEE 210 (2002), pp. 77 y 84-85.

<sup>11</sup> V. *Rapport du Groupe de Haut Niveau d'Experts*, p. 2 y p. 42 y ss.

En efecto, si se parte de que las OPAs tienen efectos benéficos para todas las partes integradas en su formulación y desarrollo, la constatada desigualdad de su régimen en los Estados europeos ha de ser corregida. De las OPAs se suelen afirmar distintas consecuencias positivas. Entre ellas destaca como la más notoria la de posibilitar a los accionistas participar en la transferencia de una participación de control, haciéndolo en unas condiciones singularmente singulares (vgr. la obtención de un precio superior al que marca la cotización). Al propio tiempo se afirma que estamos ante un instrumento de disciplina de los administradores de las sociedades cotizadas. Se trata de ofrecer en todos los Estados europeos un marco normativo uniforme que asegure que éstos y otros objetivos perseguidos a través de la regulación de las OPAs sean atendidos.

5. El segundo aspecto de la armonización del régimen de las OPAs es el que se fija en la relación entre la Unión Europea y Estados Unidos. Estamos ante un argumento que ya estuvo presente en el debate de la Propuesta de Directiva. Se decía entonces que la Unión Europea no debía llevar a cabo una reforma que, a la postre, implicara que las posibilidades de defensa de las sociedades europeas ante una posible OPA resultaran notablemente más débiles que las disponibles para sociedades americanas ante esa misma circunstancia. Ahora bien, ante un escenario “global” en el que los mercados pretenden estar efectivamente integrados, la diversidad de un régimen de OPAs puede ser objeto de crítica, al propio tiempo que se demanda una aproximación del modelo europeo hacia el americano. Frente a esa propuesta surge, una vez más, el Derecho de sociedades como el presupuesto del que se debe de partir a la hora de examinar el régimen aplicable en materia de OPAs. El problema tiene un gran alcance y no puede ser tratado con el rigor que merece en estas páginas. Nos limitaremos a señalar que la cuestión ha sido objeto de un adecuado tratamiento en el marco de la reforma de la legislación europea, en donde se advierte con claridad las esenciales diferencias de partida que en cuanto al Derecho de sociedades, a las competencias legislativas (entre el Estado federal y

los Estados), a la posición de los administradores y, en fin, a la propia concepción de lo que es el interés social, se advierten entre el modelo americano y el sistema europeo<sup>12</sup>.

6. Por otro lado, no es menos cierto que conservan todavía los distintos mercados de valores europeos diversas formas de intervención que permiten cuestionar la efectividad absoluta de las OPAs como el cauce para cambios de control. La reducción del sector público en esos mercados como el titular del capital no impide recordar que persisten mecanismos que autorizan la intervención pública ante operaciones no deseadas en aquellas sociedades privatizadas. La regulación sectorial también pone en manos de los supervisores la posibilidad de vetar la adquisición del control por parte de determinados accionistas, en el caso de que no se advierta en ellos el cumplimiento de las condiciones más o menos definidas de idoneidad. Por último, no puede ignorarse la incidencia que el Derecho de la competencia tiene con respecto a aquellas OPAs que comportan operaciones de concentración.

### **3. FINALIDAD Y TIPOLOGÍA DE LAS OPAs FORMULADAS EN EL MERCADO ESPAÑOL.**

1. Nuestro “diagnóstico de situación” de la regulación de las OPAs en España debe empezar por examinar si se han cumplido las finalidades que aquel régimen persigue. En este sentido y sin perjuicio de recordar que existen diferentes tipos legales y reglamentarios de OPAs, conviene partir de que, tanto en el Derecho comunitario como en el español, la regulación de las OPAs en general y la imposición de las OPAs obligatorias en particular busca alcanzar un objetivo que consiste en garantizar la igualdad de trato de todos los accionistas de una sociedad cotizada ante un cambio significativo de su control mediante la transmisión de sus acciones o valores derivados. Así se deduce de

---

<sup>12</sup> Trata la cuestión con amplitud el *Rapport, cit.*, p. 42 y ss.

un texto que resulta esencial para la comprensión del Derecho comunitario del Mercado de Valores y, por lo tanto, también de nuestro Derecho. Se trata del Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios<sup>13</sup> que, en su principio general nº 3, establece lo siguiente: *“debe asegurarse a todo tenedor de valores mobiliarios de la misma naturaleza, emitidos por la misma sociedad, una igualdad de trato, en particular, en todo acto que implique, directa o indirectamente, la transferencia de una participación que permita un control, de hecho o de derecho, de una sociedad cuyos valores mobiliarios se negocien en el mercado, se tendrá en cuenta el derecho de todos los accionistas a ser tratados del mismo modo”*. Este objetivo de trato igualitario lleva a que los países europeos establezcan, como regla general, que la OPA se dirija a todas las acciones de la sociedad cotizada (OPA total) y admitan, excepcionalmente, la formulación de OPAs parciales<sup>14</sup>.

2. Si ponemos en relación las bases señaladas del Derecho comunitario con nuestra Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) llegamos a la conclusión de que la finalidad primigenia del régimen de las OPAs consiste en garantizar aquella igualdad de trato ante transferencias de control y que, por lo tanto, las OPAs que cumplen una función reguladora del mercado de control societario son las de toma o aumento de participaciones significativas –con el añadido, en su caso, de la modificación de Estatutos– reguladas en el art. 60 de la LMV y en los arts. 1 a 6 del RD 1197/1991<sup>15</sup>. De esta

---

<sup>13</sup> Recomendación de la Comisión de 25 de julio de 1977 (77/534/CEE), en DOCE 20.8.77.

<sup>14</sup> Así el Código de los Valores Mobiliarios portugués, en su art.173º.1 establece que la OPA debe ir dirigida a todos los titulares de acciones de la compañía afectada (v. en BAUMS, T./THOMA, G.F., *“Takeover Laws in Europe”*, Colonia, marzo 2002, P 1, p.1). También en Francia, el Reglamento General del Consejo de los Mercados Financieros, aprobado por Ordenanza nº.2000-1223, de 14 de diciembre de 2000, dispone, en su art.5-1-2, que *“salvo las excepciones previstas en el art.5-3-2, la oferta pública debe ir dirigida a todos los títulos del capital y dar acceso al capital o a los derechos de voto de la sociedad afectada”*.

<sup>15</sup> Ver el comentario de estos artículos por ZURITA, J. y GARCÍA-PITA, J.L., en SANCHEZ CALERO, F. (Dir.), *“Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición. Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991”*, (Madrid 1993), Vol.I, p.27 y ss.

primera constatación se infiere que las OPAs con otras finalidades específicas – muy especialmente las OPAs de exclusión de negociación reguladas en el art. 34 de la LMV y en el art. 7 del RD 1197/1991- constituyen remedios para evitar desigualdades que, sin embargo, no resultan directamente significativas para la eficiencia del mercado de control societario<sup>16</sup>. Son, pues, las OPAs de control las que tienen efectos positivos sobre aquél mercado, tanto directos sobre la posición de los accionistas de las sociedades afectadas, a los que garantizan un trato igualitario en el reparto de la prima de control generada; como indirectos sobre la posición de los administradores de las sociedades cotizadas, a los que impelen a desarrollar una gestión eficiente para evitar, en la medida de lo posible, su sustitución a través de OPAs hostiles (v. infra 6)<sup>17</sup>.

3. Visto lo anterior, la tipología de las OPAs formuladas en el mercado español durante el año 2001 y parte de 2002 no permite inducir que existe un mercado de control societario eficiente porque –siguiendo la tónica de los años precedentes<sup>18</sup>- han escaseado las OPAs de toma o aumento de participaciones significativas y han abundado las OPAs de exclusión, mediatas o inmediatas, en las que el extremo decisivo reside en la justificación y la explicación de los

---

<sup>16</sup> Ver, en este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS A., *“Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española”*, en AA.VV., *“La lucha por el control de las grandes sociedades”*, (Madrid 1992), p.8. En general, sobre los diversos tipos de OPAs, ver TAPIA HERMIDA, A.J., *“Derecho del Mercado de Valores”*, (Barcelona 2000), p.253 y ss.

<sup>17</sup> Ver, en sentido crítico, GARCÍA DE ENTERRIA, J., *“OPA y mercado de control”*, en CNMV *“Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles (198-1999)”*, (Madrid 1999), p.158 y ss. en donde destacaba, refiriéndose a los Estados Unidos, la unanimidad existente sobre *“los perniciosos efectos económicos que un régimen imperativo de OPAs comportaría en cuanto al funcionamiento del mercado de control y, con ello, y por paradójico que parezca, sobre los intereses de los propios accionistas, que al fin y al cabo son quienes más se benefician de la operatividad del mismo”*.

<sup>18</sup> En este sentido, una de las conclusiones a las que llegaba FERNÁNDEZ ARMESTO, RDM 277 (1998), pp.49 y 50, era la de que *“el mercado de control empresarial de las sociedades cotizadas se mueve con gran lentitud. En el período 1989-1997 únicamente se ha presentado 18 OPAs de cambio de control, y 14 cambios de control a través de otros instrumentos”*.

métodos empleados para la determinación de la contraprestación ofrecida<sup>19</sup>. A lo anterior debemos añadir la existencia de cambios significativos en el control de grandes sociedades cotizadas del sector inmobiliario mediante transmisión de paquetes de acciones sin formulación de OPAs y con daños tangibles para sus accionistas minoritarios (v. infra 5).

4. El panorama descrito mejora si tenemos en cuenta que, durante los dos últimos ejercicios, se han producido procesos de competencia entre oferentes que han redundado en un mejor trato de los accionistas de las sociedades afectadas por OPAs competidoras<sup>20</sup> tanto por la obligada mejora de las contraprestaciones ofrecidas como por la mayor extensión del alcance de las OPAs que tales procesos han supuesto<sup>21</sup>.

En concreto, las acciones de HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A. fueron objeto de tres OPAs competidoras que fueron mejorando su contraprestación y alcance: así, a la OPA inicialmente formulada por FERROATLANTICA, S.L. en enero de 2001 a 19 euros por acción y sobre el 25% del capital, condicionándola a una adquisición mínima del 80%<sup>22</sup>; contestó

---

<sup>19</sup> Así pueden verse las OPAs formuladas por ASTURIANA DE ZINC, S.A. (BORME nº 198 de 15 de octubre de 2001), por FILO, S.A. (BORME nº 71 de 16 de abril de 2002), por HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A. (BORME nº.91, de 17 de mayo de 2002), y por OMSA ALIMENTACION, S.A. (BORME nº 106 de 7 de junio de 2002). Sobre la distinción entre OPAs de exclusión mediatas e inmediatas, puede verse TAPIA HERMIDA, A.J., "Regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores en el Ordenamiento jurídico español", en MASCAREÑAS, J., "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas", 2ª Ed., (Madrid 1996), p.350 y 351. Sobre la práctica de este tipo de OPAs en la última década, ver ZURITA, J., "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores", en *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, (Madrid 2002), vol.III, p.3064 y ss.

<sup>20</sup> Sobre el régimen de este tipo de OPAs en los arts.31 y ss. del RD 1197/1991, ver SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., en SANCHEZ CALERO, F. (Dir.), "Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición. Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991", *cit.*, Vol.II, p.585 y ss. Sobre las cuestiones suscitadas por la práctica de este tipo de OPAs en la última década, ver ZURITA, J., "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991", *cit.*, vol. III p.3075 y ss.

<sup>21</sup> Ver Bolsa de Madrid, Informe de Mercado 2001, (Madrid 2002), págs. 108 a 110..

<sup>22</sup> Ver el anuncio en el BORME n.14, de 19 de enero de 2001.

la OPA de ADYGESINVAL, S.L., formulada en febrero de 2001 a un precio de 24 euros por acción y sobre el 100% del capital, sin condición de adquisición mínima<sup>23</sup>; que fue finalmente mejorada por la OPA que formuló RWE ESPAÑA, S.L. en marzo de 2001, sobre el 100% del capital social, sin condicionamiento mínimo alguno y a un precio de 26 euros por acción<sup>24</sup>. Debe tenerse en cuenta que el proceso de competencia normal entre OPAs se vio, en parte, alterado, por el hecho relevante que la oferente inicial, FERROATLANTICA, comunicó a la CNMV el 6 de febrero de 2001 –el mismo día en el que la CNMV autorizó la OPA competidora a la suya inicial que formuló AYGESINVAL- en el que anunciaba su intención de modificar las condiciones de aquella su primera OPA, al amparo de la facultad que reconoce el art.22 del RD 1197/1991, mejorando sus condiciones de precio, que elevaba hasta 25,8 euros; y de alcance, que extendía al 100% del capital de HIDROCANTABRICO, si bien condicionando su efectividad a la adquisición de un mínimo del 60% de aquella sociedad afectada. El proceso de reestructuración del control de HIDROCANTABRICO ha llevado a que la sociedad afectada haya formulado una OPA de exclusión de la negociación de sus propias acciones en mayo de 2002 y a un precio de 27,3 euros por acción; indicando que dicha exclusión se justificaba por el reducido volumen de contratación como consecuencia de la concentración del 93,85% de su capital en manos de FERROATLANTICA, ADYGESINVAL y CASER y de la autocartera del 2,5%. Además, se recuerda que las dos primeras entidades anunciaron, en los folletos explicativos de sus OPAs de adquisición competidoras, su intención de solicitar la exclusión de la negociación si, a consecuencia de las mismas, “dejaran de cumplirse los requisitos mínimos de difusión previstos en la normativa aplicable”<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> Ver el anuncio en el BORME n.29, de 9 de febrero de 2001.

<sup>24</sup> Ver el anuncio en el BORME n.49, de 9 de marzo de 2001.

<sup>25</sup> Ver el anuncio en el BORME n.91, de 17 de mayo de 2002.

Durante este año 2002 encontramos el proceso de competencia sobre las acciones de IBERICA DE AUTOPISTAS, S.A., CONCESIONARIA DEL ESTADO que han sido objeto de una OPA inicial, en abril de 2002, por parte de AUTOPISTAS, CONCESIONARIA ESPAÑOLA, S.A. dirigida al 91,93% del capital social -lo que supuso una OPA total ya que la oferente era titular del 8,07% de aquel capital- a un precio de 11,00 euros por acción<sup>26</sup>; y de una OPA competidora realizada en mayo de 2002 por AUREA CONCESIONES DE INFRAESTRUCTURAS, S.A. sobre el 100% del capital y a un precio alternativo, a opción de los potenciales aceptantes, de 13 euros por acción o 14 acciones privilegiadas de AUREA de nueva emisión por cada 29 acciones de IBERPISTAS<sup>27</sup>. Interesa reparar en el informe que, por imperativo del art.20 del RD 1197/1991, formuló el Consejo de Administración de la sociedad afectada, IBERICA DE AUTOPISTAS, el 23 de mayo de 2002 en el que se calificaba la OPA competidora de AUREA como “equitativa desde un punto de vista financiero” y “aceptable por los accionistas”, si bien añadía que, al conocer que, a 20 de mayo de 2002, ACESA había presentado ante la CNMV una solicitud de modificación de su OPA inicial, *“recomienda a sus accionistas antes de su aceptación (de la OPA inicial de AUREA) esperar a la aprobación y publicación de la OPA mejorada de Acesa para conocer sus términos”*<sup>28</sup>. Finalmente, la oferente inicial, ACESA modificó, en junio de 2002, las condiciones de su OPA esencialmente en cuanto a su precio que pasó a ser de 13,65 euros por acción o, alternativamente, de una acción privilegiada de ACESA por cada acción de IBERPISTAS<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> Ver el anuncio en el BORME n.74, de 19 de abril de 2002.

<sup>27</sup> Ver el anuncio en el BORME n.91, de 17 de mayo de 2002.

<sup>28</sup> Ver el anuncio en el BORME n.97, de 27 de mayo de 2002.

<sup>29</sup> Ver el anuncio en el BORME n.113, de 18 de junio de 2002.

5. Podemos concluir este apartado diciendo que las OPAs no han servido, en el periodo considerado, como instrumentos significativos para cambios de control empresarial de las sociedades cotizadas.

#### **4. LA DETERMINACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA.**

1. Si hemos constatado que las OPAs son, ante todo, instrumentos jurídicos que persiguen garantizar la igualdad de trato de los accionistas de las sociedades cotizadas ante cambios de dominio que generan primas de control en las que debe reconocérseles una participación<sup>30</sup>; debemos deducir que la esencia del sistema de OPAs obligatorias reside en la determinación del hecho causante de los cambios de control. De modo tal que una regulación será tanto más eficiente cuanto mejor precise aquel hecho, al que anuda la consiguiente obligación de formular una OPA. En concreto, tanto nuestra regulación de las OPAs como las de los países de nuestro entorno asocian la consecuencia jurídica de la obligatoria formulación de una OPA con el supuesto de hecho consistente en la intención de alcanzar o superar un determinado porcentaje del capital de la sociedad cotizada que resultará afectada por la OPA a partir del cual se estima que la situación de control ha cambiado<sup>31</sup>.

2. A estos efectos, el porcentaje establecido reglamentariamente supone la adquisición de una "*participación significativa*". Debemos empezar recordando

---

<sup>30</sup> Interesa recordar, en este sentido, que uno de los tres objetivos esenciales que se encomendaron al Grupo de Expertos que emitió el Informe al que nos referimos en la nota 1 de este estudio fue, precisamente, determinar los criterios del "precio equitativo" en las OPAs y que este Grupo ha considerado que el mejor criterio –en un sistema de OPA "a posteriori"– es el que parte del mejor precio pagado por el adquirente en el periodo precedente a la formulación de la OPA, frente al criterio del precio de cotización media durante cierto periodo.

<sup>31</sup> En este sentido, dice SÁNCHEZ CALERO, F., -en "La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades (Discurso leído el día 26 de marzo de 2001 en el acto de su recepción como académico de número)", (Madrid 2001), p.278- que "la opa se considera como una especial técnica tendente a la adquisición del control de una determinada sociedad o al menos un paquete de acciones revelante que puede implicar una parte significativa de su dominio".

que, en nuestro Derecho de los mercados financieros, existen diversos porcentajes que representan participaciones significativas con distinto alcance y con finalidades distintas a las de las OPAs, si bien relacionadas con ellas. Así sucede, con las participaciones significativas del 5% o el 1% del capital de las sociedades cotizadas a efectos de comunicación a la CNMV y publicidad de las mismas<sup>32</sup> o con las participaciones significativas del 5% o del 10% del capital de los intermediarios financieros a efectos del control previo de su adquisición por parte de las entidades públicas de supervisión de los mercados de valores, bancario y de seguros<sup>33</sup>; control previo que, según veremos, altera el funcionamiento perfecto del mercado de control de estos tipos de sociedades cotizadas (bancos y compañías de seguros).

3. En relación con el sistema porcentual que sigue nuestro Derecho para determinar la obligación de formular una OPA, interesa reflexionar sobre el sistema en sí y sobre el porcentaje de participación significativa elegido.

4. En cuanto se refiere al sistema, es evidente que la aplicación de un mismo porcentaje para determinar que es lo que se considera como participación significativa de la transferencia de un control generador de una prima a todas las sociedades cotizadas es un instrumento impreciso tanto por exceso, ya que una persona o entidad puede adquirir aquél porcentaje sin que ello suponga un cambio de control de la sociedad afectada; como por defecto, puesto que la adquisición de porcentajes inferiores puede atribuir al adquirente una situación de control de la sociedad afectada por la que esté dispuesto a

---

<sup>32</sup> Régimen establecido en el art. 53 de la LMV, en el RD 377/1991, de 15 de marzo, y en la restante normativa de desarrollo reglamentario. Ver al respecto, TAPIA HERMIDA, A.J., "Derecho del Mercado de Valores" cit., p.69 y 70.

<sup>33</sup> Nos referimos al régimen de las participaciones significativas en entidades de crédito establecido en los arts. 56 y ss. de la LDIEC y en los arts. 18 y ss. del RD 1245/1995 (v. TAPIA HERMIDA, "Derecho Bancario", Barcelona 2002, p.87 y ss.) ; en entidades aseguradoras, establecido en el art. 21 de la LOSSP y en el art. 69 del ROSSP (v. TAPIA HERMIDA, "Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones", Barcelona 2001, p.72 y ss.); y en las empresas de servicios de inversión, establecido en el art. 69 de la LMV y en los arts. 34 y ss. del RD 867/2001 (v. TAPIA HERMIDA, "Derecho del Mercado de Valores" cit., p.94 y ss.).

pagar una prima, en la que no participarán los accionistas de la sociedad cotizada que no intervengan en la operación. A esta situación nos referiremos posteriormente. Sin embargo y a pesar de la inexactitud de un sistema porcentual, resulta el más extendido por la seguridad que ofrece a los operadores del mercado de valores frente a sistemas más complejos e inseguros basados, bien en la detección de “calentamientos de precios” o bien en aplicación de criterios concretos a cada sociedad cotizada para determinar cuando se produce un cambio significativo de su control en función de la dispersión de su accionariado.

5. En lo que afecta al porcentaje mínimo de capital que se pretende adquirir que genera la obligación de formular una OPA, nuestro Derecho vigente, siguiendo lo previsto en los Reglamentos precedentes<sup>34</sup>, lo sitúa en el 25% del capital de la sociedad afectada (art. 1.3 RD 1197/1991)<sup>35</sup>. Procede empezar por advertir que se trata de un porcentaje reducido en relación con los países de nuestro entorno<sup>36</sup> y, por ello, más exigente en la defensa de los

---

<sup>34</sup> Ver la introducción de SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), “Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición. Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991”, cit., p.15 y ss. sobre los Reglamentos de 1980 (RD 1848/1980) y 1984 (RD 279/1984).

<sup>35</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española”, p.13 con ocasión de diferenciar los dos tipos de OPAs de adquisición o incremento de participación significativa, comparaba el “control de facto” que establecía en un 25% de su capital con derecho a voto, porque “en sociedades con capital disperso, un 25% de los votos da una posibilidad manifiestamente probable de control efectivo”; y el “control de iure”, establecido en el 50% del capital porque “quien puede modificar estatutos esta en condiciones de cambiar no sólo la política empresarial sino toda la estructura de la sociedad”.

<sup>36</sup> Así, por ejemplo, el Código de los Valores Mobiliarios portugués, en su art.187 impone la obligación de formular una OPA dirigida a la totalidad de las acciones y de otros valores que den lugar a su suscripción o adquisición a quien adquiera un número de acciones de una sociedad afectada que exceda de 1/3 o 1/2 de los derechos de voto de aquella (v. en BAUMS, T./THOMA, G.F., “Takeover Laws in Europe”, cit., P 1, p.8); mientras que, en Italia, el art.106 del Texto Único de las Disposiciones en materia de intermediación financiera a los efectos de los arts.8 y 21 de la Ley de 6 de febrero de 1996 (Decreto Legislativo n.52) impone la obligación de formular una OPA a cualquier persona que adquiera la propiedad de una participación que exceda del umbral 30% del capital de una sociedad afectada. Por último, en Francia, el art.5-5-2 del Reglamento General del Consejo de los Mercados Financieros (Ordenanza n.º.2000-1223, de 14 de diciembre de 2000) impone el depósito obligatorio del proyecto de OPA a la persona física

intereses de los accionistas minoritarios. En relación con lo anterior, en el Derecho comunitario, las sucesivas propuestas de Directivas sobre OPAs han pasado de imponer la obligación de formular una OPA a quien pretenda adquirir un porcentaje de derechos de voto en una sociedad cotizada de un 33,3% (art. 4.1 de la Propuesta de 1989)<sup>37</sup> a establecer que la obligación de formular una OPA dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referida a todas sus participaciones a un precio equitativo se impone a la persona física o jurídica que adquiera directa o indirectamente un porcentaje de votos de sociedades cotizadas que le otorgue el control de aquellas; obligación que se impone *“como medio de protección de los accionistas minoritarios de la sociedad”* (art. 5.1 de la posición común de 2000)<sup>38</sup>. El informe presentado por el Grupo de expertos que se constituyó a raíz del fracaso del 4 de julio de 2001 renuncia implícitamente a armonizar el hecho causante (en forma de adquisición de un porcentaje significativo, del pago de una prima de control, etc.) de la obligación de formular una OPA<sup>39</sup>.

6. La práctica de las OPAs en nuestro país pone de manifiesto que la mayor parte de las OPAs de adquisición o aumento de participaciones significativas se dirigen a la totalidad de las acciones de la sociedades

---

o jurídica que, actuando sola o en concierto, venga a adquirir mas de 1/3 del capital o de los derechos de voto de una sociedad cotizada.

<sup>37</sup> Propuesta de Decimotercera Directiva del Consejo relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición (89/C-64/07) DOCE 14.3.89.

<sup>38</sup> Posición común nº 1/2001, aprobada por el Consejo el 19 de junio de 2000, con vistas a la adopción de la Directiva 2000/.../CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de ..., en materia de Derecho de Sociedades relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición (2001/C-23/01) en DOCE 24.1.2001. Ver, al respecto, ALONSO UREBA, A./PALÁ LAGUNA, R., “La Posición Común de la Unión Europea en materia de OPAs (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)”, en “Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero”, (Madrid 2002), Vol.III, p.2471 y ss.

<sup>39</sup> Ver el *Rapport* citado en la nota 1 de este estudio.

afectadas<sup>40</sup>, condicionándose, en algunas ocasiones, a la adquisición de un porcentaje mínimo.

## **5. LAS TRANSFERENCIAS DE PAQUETES DE CONTROL SIN FORMULACIÓN DE OPAs.**

1. Junto a las adquisiciones de participaciones significativas en sociedades cotizadas que se han instrumentado mediante OPAs, a las que nos hemos referido en el epígrafe anterior; en el mercado de control de las sociedades cotizadas se han producido, en los meses de abril y mayo de 2002, determinadas operaciones societarias en las que una serie de compañías han adquirido participaciones de control en sociedades cotizadas que, al no haber alcanzado el porcentaje mínimo del 25% del capital de las respectivas sociedades afectadas previsto en el art. 1 del RD 1197/1991, no han obligado a las compañías adquirentes a formular una OPA de toma o aumento de una participación significativa. Sin embargo, en dichas operaciones se han producido transmisiones de primas de control que se perciben por el incremento del precio pagado por acción respecto de los precios de cotización de las acciones de las sociedades afectadas<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> Así ha ocurrido con las OPAs formuladas sobre Banco Esfinge, S.A. (BORME nº 43 de 1 de marzo de 2001), Testa Inmuebles en Renta, S.A. (BORME nº 49 de 9 de marzo de 2001), sobre Asturiana de Zinc, S.A. (BORME nº 65 de 2 de abril de 2001), sobre Bodegas y Bebidas, S.A. (BORME nº 220 de 16 de noviembre de 2001) sobre Koipe, S.A. (BORME nº 226 de 26 de noviembre de 2001), sobre Filo, S.A. (BORME nº 245 de 24 de diciembre de 2001), sobre Enaco, S.A. (BORME nº 80 de 29 de abril de 2002), sobre Ibérica de Autopistas, S.A. (BORME nº 91 de 17 de mayo de 2002).

<sup>41</sup> Nos referimos, en concreto, a las siguientes operaciones: en primer lugar, la compra por ACS al SCH del 23,5% de Dragados el 17 de abril al precio de 22,22 euros por acción cuando a dicha fecha tales acciones cotizaban a 14 euros (con una prima de control, por lo tanto, de 8,22 euros). En segundo lugar, la compra por BAMI al BBVA del 23,9% de Metrovacesa el 3 de junio de 2002 al precio de 36,55 euros por acción cuando a dicha fecha aquellas acciones cotizaban a 23 euros por acción (con una prima de control, por lo tanto, de 13,55 euros). En tercer y último lugar, la compra por SACYR al SCH del 24,5% de Vallehermoso el 4 de junio de 2002 al precio de 15 euros por acción cuando a dicha fecha aquellas acciones cotizaban a 11,49 euros por acción (con una prima de control, por lo tanto, de 3,51 euros). V. ABC 5/6/2002, pág. 52.

2. Al haberse formulado las adquisiciones de paquetes de control sin necesidad de formular las respectivas OPAs, las primas de control generadas han sido percibidas exclusivamente por las compañías vendedoras y, por lo tanto, no se han repartido de forma igualitaria entre los accionistas de las sociedades afectadas. Esta ruptura de la igualdad de trato de los accionistas en el reparto de primas de control –con el consiguiente lucro cesante para sus patrimonios individuales- ha ocasionado las protestas de los accionistas minoritarios, fundamentalmente ante la CNMV. El daño patrimonial de estos accionistas externos a la operación de transferencia de control se ha visto incrementado, en algunas de estas operaciones, por el fuerte descenso que ha experimentado la cotización de las acciones de las sociedades afectadas, con lo que, al lucro cesante coetáneo a la operación, cabría añadir un daño emergente subsiguiente<sup>42</sup>.

3. La importancia de las sociedades afectadas por las alteraciones de control, el volumen de éstas operaciones, el elevado número de accionistas minoritarios agraviados y la concentración de tales operaciones en el sector inmobiliario ha hecho que las protestas trascendieran del ámbito administrativo y societario hasta alcanzar el dominio de la opinión pública donde no sólo la prensa económica especializada, sino también la de información general se han hecho eco de lo que se considera un tratamiento sustancialmente injusto de los accionistas minoritarios de las sociedades afectadas<sup>43</sup>. Este clima de alarma socioeconómica –que abunda en el clima de desconfianza hacia el mercado de

---

<sup>42</sup> Nos referimos al desplome de cotización de Metrovacesa que el día 5 de junio de 2002 cerró su cotización a 21 euros, esto es, un 73,8% por debajo del precio por acción de 36,55 euros importe que Bami acordó pagar a BBVA por su 23,9%. V. EL PAÍS, 6 de junio de 2002, pág. 59.

<sup>43</sup> En esa línea es indicativa la opinión expresada por el Diario Expansión, 29 de mayo de 2002, p. 2: “... En todo caso, este tipo de operaciones, acordes con la ley, pero probablemente menos coherentes con el espíritu de la misma, invita a la reflexión sobre la necesidad de cambiar la actual normativa. La vigente Ley de OPAs, aprobada a principios de los años ochenta quizá con la buena pero equivocada intención de evitar que los especuladores se adueñaran de las empresas, se ha quedado muy obsoleta. La transferencia de participaciones de control sin que los pequeños accionistas puedan beneficiarse es un motivo urgente para cambiarla”.

valores que se extiende desde hace algún tiempo, alimentada por los numerosos escándalos financieros con los que, casi a diario, nos obsequia aquel mercado- invita a realizar una reflexión sobre la eficiencia de la regulación vigente de las OPAs en este punto.

4. Y lo primero que debemos dejar sentado es que, de los datos públicamente conocidos, se deduce que las compañías adquirentes han actuado conforme a la legalidad vigente. Ello es así porque en ninguno de los casos mencionados aquellas compañías compradoras han alcanzado o superado el 25% del capital de la sociedad afectada y, por lo tanto, no se ha traspasado el umbral mínimo que desencadena la obligación de formular una OPA de toma o aumento de una participación significativa en los términos previstos en el art. 1 del RD 1197/1991. Y dicho porcentaje parece no haberse alcanzado aplicando las exigentes –por omnicomprensivas- reglas de cómputo de participaciones significativas que establece el art. 2 del citado RD 1197/1991 ni las reglas para determinar las adquisiciones indirectas o sobrevenidas de participaciones significativas previstas en su art. 3<sup>44</sup>.

5. Pero la conformidad de las operaciones señaladas con la regulación vigente no resuelve el problema tal y como se ha planteado, en términos de justicia distributiva material de las primas de control que se generan en el mercado de control societario. Esto es, la insatisfacción ha nacido, precisamente, de comprobar que las normas existentes permiten que se transmitan paquetes de control significativos con la generación de las correspondientes primas sin participación de los accionistas minoritarios en el reparto de las mismas. Y esta insatisfacción encuentra fundamento en los principios esenciales que alumbran tanto nuestro Derecho como el comunitario en materia de OPAs porque –según vimos anteriormente- ambos consideran que, ante operaciones de cambio de

---

<sup>44</sup> Véase al respecto, ZURITA, J., “Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores”, en “Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero”, (Madrid 2002), Vol.III, p.3039 y ss.

control de sociedades cotizadas, sus accionistas deben ser tratados de forma equitativa por entender que el control es un activo social difuso que se concreta en estas operaciones, generado por el conjunto del accionariado y en cuya valoración puntual deben de participar, por lo tanto, todos los accionistas.

6. Frente al problema planteado, tanto las autoridades financieras como los expertos han dado dos tipos de respuestas: unos han sostenido que no procede modificar la regulación mientras otros han considerado pertinente introducir algún tipo de corrección regulatoria para evitar que, en lo sucesivo, nuestro mercado de valores pueda verse perturbado por espectáculos tan poco edificantes para la confianza de los pequeños inversores como las transmisiones privadas de primas de control antes señaladas.

7. La inconveniencia de modificar la regulación de las OPAs se ha basado en argumentos que no nos parecen enteramente satisfactorios. Así, por una parte, se afirma que el problema puede ser obviado porque la adquisición de paquetes inferiores al 25% del capital de determinadas sociedades cotizadas es irrelevante ya que el ejercicio efectivo de aquel control dependerá de la aquiescencia de los accionistas minoritarios de la sociedad afectada. Y esta primera razón no nos convence porque contradice los presupuestos de racionalidad de la conducta de las compañías adquirentes ya que, si han pagado un precio adicional importante es porque estaban abonando una prima de control y, si ello es así, es porque sus cálculos les llevaron a considerar que el ejercicio de tal control no dependería de la conformidad de los minoritarios; necesaria conformidad que también pugna con el absentismo de los minoritarios en las sociedades cotizadas. Tampoco parece razonable eludir el problema afirmando que los accionistas minoritarios de las compañías que venden el porcentaje de control se verán beneficiados por la cuota-parte de la prima de control que aquellas vendedoras han recibido; y no es razonable porque, aparte de que esa percepción de la prima de control no es directa, sino a través de una cuenta de resultados, esta explicación desplaza el centro de

gravedad de la cuestión desde donde debe estar, conforme al Derecho comunitario y español, que es en el trato igualitario de los accionistas de las sociedades afectadas; a un ámbito ajeno de beneficios atípicos de las compañías vendedoras y de su repercusión en sus accionistas.

8. Aclarado que, a nuestro entender, el problema existe -no sólo por deducirse de la propia opinión pública y publicada- y que se trata de un problema “de lege ferenda”, procede examinar las posibles soluciones al mismo. A este respecto, procede comenzar diciendo que no nos parece que la solución deba buscarse en una “enmienda a la totalidad” al régimen de las OPAs obligatorias a la vista de otras regulaciones, como la estadounidense, en la que las OPAs no existen; y ello porque nuestro mercado de valores ofrece un mercado de control de las grandes compañías cotizadas tan compartimentado e intervenido que los inversores carecen de los mecanismos adecuados que en aquellos otros mercados les protegen<sup>45</sup>. Tampoco nos parece plenamente satisfactoria la respuesta de quienes, admitiendo que el pago de primas de control elevadas en las operaciones descritas revela una ineficiente protección de los inversores, consideran que no es la normativa de las OPAs la que debe ser reformada, sino que debe modificarse la normativa genérica de protección del inversor. Y no nos satisface plenamente porque la protección del inversor, ante el problema descrito, debe operar en su ámbito natural que no es otro que el de las OPAs, sin perjuicio de introducir otras mejoras en los mecanismos generales de protección.

9. Si avanzamos un paso más en nuestro razonamiento, la eventual reforma del régimen de las OPAs para solventar el problema real descrito puede optar bien por sustituir el sistema de determinación de la transmisión de control, pasando de uno cuantitativo basado en la adquisición de un

---

<sup>45</sup> En este sentido resultan extremadamente interesantes las consideraciones que realiza el Grupo de expertos en su Informe *cit.* en nota 1, p. 42 y ss., sobre las diferentes condiciones en que se desarrolla el mercado de control societario en la Unión Europea y en los Estados Unidos.

determinado porcentaje de capital de la sociedad afectada a uno cualitativo basado en síntomas de control; o bien por mantener el sistema actual, introduciendo factores de corrección.

10. No nos parece prudente sustituir el actual sistema que vincula la obligación de formular una OPA a la adquisición de determinados porcentajes de capital con derecho a voto en una sociedad cotizada porque, en este ámbito, debe primar la seguridad jurídica de quienes actúan en el mercado de valores. En efecto, no podemos olvidar que el defecto del sistema vigente surge de aplicar porcentajes generales (25%) para determinar la adquisición de una participación significativa que desencadene la obligación de formular una OPA a sociedades cotizadas que tienen muy diversos “puntos de ebullición” de su control dependiendo, principalmente, del grado de dispersión de su accionariado y del grado de cohesión de sus accionistas mayoritarios (v.g. mediante la existencia de acuerdos). En definitiva, se aplican porcentajes de control iguales a sociedades cotizadas distintas. Frente a este sistema, se han utilizado –si bien con escasa fortuna- otros basados en la aplicación de criterios de transmisión de control en cada caso concreto por parte de las autoridades de supervisión de los mercados de valores. Existen, pues, dos sistemas posibles con ventajas e inconvenientes inversamente proporcionales porque, mientras el sistema de porcentajes igualitarios de participaciones significativas ofrece una mayor seguridad jurídica a los operadores del mercado, aparece como excesivamente rígido e ineficiente ante operaciones de transmisión de control que no alcancen aquellos porcentajes. Frente a él, el sistema de criterios de transmisión de control resulta más flexible y eficaz para evitar fugas de regulación, pero puede arrojar graves incertidumbres sobre los operadores del mercado.

11. Una vez que llegamos a la conclusión de que la seguridad jurídica de los operadores del mercado recomienda mantener el actual sistema de porcentajes, procede preguntarse sobre las correcciones que podrían

introducirse en el mismo para evitar las transmisiones privadas –esto es, sin participación de los minoritarios- de paquetes de control de sociedades cotizadas. Y, en este punto, podemos distinguir dos caminos: uno cuantitativo, consistente en reducir el porcentaje mínimo que desencadena la OPA obligatoria y otro cualitativo que, manteniendo aquel porcentaje, introduzca factores de corrección.

12. Nos parece que la reducción del porcentaje mínimo vigente desde el 25% hasta el 20%, el 15% o cualquier otro porcentaje inferior no es una solución adecuada por dos razones fundamentales: en primer lugar, por mantener la imprecisión y no evitar la reaparición del problema descrito que podría reproducirse incluso bajando el porcentaje mínimo, puesto que el control de una sociedad cotizada puede transferirse –pagando una prima- por debajo del 20% o del 15%, dependiendo de la dispersión del accionariado en la misma. En segundo término, por excesiva, ya que, a la vista de los porcentajes que aplican los Estados de nuestro entorno, reducir el porcentaje desencadenante de la OPA obligatoria por debajo del 25% del capital de la sociedad afectada alejaría nuestro sistema de los parámetros comunes (que, según vimos anteriormente, lo sitúan en torno a 1/3 de aquel capital). Además, debemos tener en cuenta el efecto negativo que aquella reducción de porcentaje tendría en términos de cotización transfronteriza y de competencia entre mercados bursátiles por el previsible rechazo de las sociedades extranjeras a cotizar en un mercado de valores que impusiera una OPA obligatoria a partir de un porcentaje de adquisición tan atípicamente reducido.

13. Visto lo anterior, podemos concluir diciendo que parece razonable introducir un elemento de corrección que permita paliar las consecuencias de operaciones de transmisión de control con distribución asimétrica de las primas generadas como las que se han descrito. Y dicha corrección puede venir de la mano de confiar a la CNMV una facultad de apreciación de transmisiones de control en casos excepcionales de forma tal que sólo en dichas ocasiones se

podría alterar el sistema general de porcentajes fijos. De modo tal que, cuando se detectaran aquellas transmisiones, podría imponerse la obligación de formular una OPA dirigida a todos los accionistas de la sociedad afectada. Ni que decir tiene que, en estos casos, sólo nacería la responsabilidad administrativa del adquirente una vez que, requerido por la CNMV para formular la OPA, incumpliera tal deber. La conveniencia de conferir a la CNMV una capacidad de apreciación de los “síntomas de cambio de control” ante operaciones concretas nos pone ante la vieja frontera entre la discrecionalidad y la arbitrariedad administrativa a la hora de precisar tanto la atribución de tal facultad como aquellos síntomas que permitirían a la CNMV exigir la formulación de una OPA. En todo caso, no debe escandalizar tal atribución de facultades discrecionales de las que ya goza la CNMV tanto en relación con el mercado de valores en general (así, por ejemplo, en la propia definición de hecho relevante del art. 82 de la LMV) como en el ámbito concreto de las OPAs, donde la valoración de la actuación en concierto del art. 2 del RD 1197/1991, de las adquisiciones indirectas del art. 3 del mismo RD o del precio de las OPAs de exclusión del art. 7.3 son otros tantos ejemplos de disposiciones cuyos conceptos jurídica o económicamente indeterminados abren un margen de apreciación. Es más, la propia excepción de la obligación de formular una OPA -prevista en el art.2.2 del RD 1197/1991- cuando se trate de “adquisiciones de valores que resulten de una mera redistribución de valores entre las sociedades de un mismo grupo, sin alteración de la unidad de decisión o control” lleva en sí elementos de apreciación discrecional por parte de la CNMV que pueden resultar especialmente relevantes a efectos de determinar el supuesto de hecho de la infracción muy grave de la letra r) del art.99 de la LMV.

14. Llegados a este punto, el aspecto esencial de una eventual reforma del régimen de las OPAs se situaría en los criterios de cambio de control que permitirían a la CNMV imponer a los adquirentes de tales paquetes de control la obligación de formular una OPA, una vez conocida la intención de realizar

tales operaciones a través del mecanismo de los hechos relevantes del art. 82 de la LMV. Y los síntomas de cambio de control deben venir asociados a los criterios normativos establecidos para apreciar la existencia de un grupo de entidades en el art. 42 del Código de Comercio y en el art. 4 de la LMV. De modo tal que, cuando la adquisición de un porcentaje de capital de una sociedad cotizada, aun siendo inferior al 25%, lleve al adquirente a situarse en uno de los casos citados, podría imponerse la obligación de formular una OPA. A estos criterios cabría añadir el del pago de un precio notablemente superior al de cotización como demostrativo del pago de una prima de control que debe ser repartida igualitariamente entre los accionistas de la sociedad cotizada. En todo caso, conviene ser especialmente cautelosos en este punto si recordamos que la compra en el mercado de paquetes significativos de acciones de sociedades cotizadas no es el único camino para acceder al control de tales sociedades y ni tan siquiera es, con frecuencia, el camino idóneo, porque el poder de decisión que es arma de dicho control, puede adquirirse por medio de delegaciones de voto u otros acuerdos o negocios<sup>46</sup>. En tal sentido, parece razonable que cualquier facultad se circunscribiera a las transmisiones de control mediante adquisiciones de acciones. Además, cualquier atribución de una facultad de apreciación a la CNMV debería acompañarse de la exigencia de que ésta entidad hiciera públicos los criterios utilizados en los casos planteados al objeto de que la difícil frontera que separa la discrecionalidad de la arbitrariedad administrativa no fuera traspasada en daño de la seguridad jurídica del mercado de valores.

---

<sup>46</sup> Así se manifestaba SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *“Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española”*, p.5.

## 6. HOSTILIDAD Y AMISTAD EN LAS OPAs: LA POSICIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE LAS SOCIEDADES AFECTADAS ANTE LA OFERTA.

### A) *Una terminología equívoca.*

1. La diferenciación entre OPAs amistosas u hostiles no tiene un fundamento legislativo, si bien es un criterio ampliamente difundido y que subyace a la propia reglamentación de la figura. Por otro lado, la apreciación de si una OPA se encuadra en uno u otro género enlaza con la vertiente espectacular de estas operaciones, que resultan especialmente atractivas en la medida en que hacen evidente una abierta pugna entre antagonistas plenamente identificados. Los administradores de la oferente se presentan, de manera consciente o involuntaria, como los rivales de sus homónimos en la sociedad objeto de la oferta. La hostilidad se suele predicar en atención a las relaciones establecidas o previstas entre uno y otro grupo de administradores o a la vista de si el éxito de la OPA va a suponer una sustitución de unos por otros o, por el contrario, por la continuidad de los administradores de la sociedad objeto de la OPA a pesar del cambio de control en su capital.

2. Esa perspectiva debe rechazarse por cuanto tiende a dar lugar a una confusión sobre los intereses en conflicto. Las OPAs enlazan con la tutela de los accionistas y, en consecuencia, la hostilidad ha de tomar en cuenta el impacto de la misma sobre los intereses de los accionistas. Cualquier oferta que suponga una retribución que supera el valor de cotización de las acciones a las que se dirige supondrá, en condiciones normales, un beneficio potencial hacia los accionistas. Será difícil que esa situación se traduzca en una evaluación negativa desde el punto de vista de los destinatarios de la oferta, que nunca sentirán que implica un acto hostil la incitación a obtener ganancia con respecto a la inversión que en su día realizaron.

3. Lo que sucede con frecuencia y así se denuncia, es que se tiende a valorar una OPA poniendo el acento principalmente en su impacto sobre los administradores. Se llega así al absurdo de calificar como hostil una oferta que propone una plusvalía considerable a los accionistas pero que apunta directamente a un cambio sustancial en la administración. Igual de absurdo resulta pretender que una OPA no tenga ese resultado. Si su premisa es un cambio de control, parece inevitable que ese cambio se refleje de manera directa en el consejo de administración que es, dentro de la estructura orgánica de toda sociedad cotizada, el ámbito que refleja de manera directa quién es el titular de ese poder de control. Cuestión diversa y no menos evidente es que, sin duda, es hostil una operación que, de prosperar, llevaría a los administradores a verse privados de los beneficios que vienen recibiendo de su posición (retribución, poder empresarial, ventajas competitivas, representación, etc.) por vías completamente ajenas al precio de la acción por lo que se formula la oferta. La confusión se evidencia así de manera rotunda: se califica una OPA como hostil en atención a cual pueda ser su impacto sobre la posición de sujetos distintos de sus destinatarios (los accionistas), o a que (a pesar de proponer una ganancia relevante y paritaria para los inversores) va a conllevar la privación de los beneficios económicos o de otra naturaleza que los actuales gestores obtienen a partir de su posición amenazada por la OPA.

4. La propia atención doctrinal prestada a las denominadas medidas “defensivas” o “anti OPA” revela que se trata de uno de los aspectos más importantes de la disciplina de estas operaciones<sup>47</sup> y en donde afloran con mayor nitidez los criterios de política legislativa (y económica cabría decir) que

---

<sup>47</sup> Con anterioridad a la aprobación del R.D. 1197/1991, v. EMBID IRUJO, J.M., “Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-O.P.A.”, RDBB 39 (1990), p. 535 y, bajo la vigencia de aquél, los distintos trabajos de GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercados de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre O.P.A.s*, (Madrid 1999), p. 159 y ss., y la más reciente contribución de GARRIDO, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, en *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. III, p. 2719 y ss.

han inspirado esa regulación<sup>48</sup>. Se trata, además, de criterios que son objeto de valoración distinta en atención a los cambios que se registran en los mercados y en las sociedades que participan en los mismos. No están lejanas las épocas en donde ante un temor generalizado de operaciones hostiles se respondía mayoritariamente con la adopción de medidas defensivas de distinto alcance, siendo recibida esa orientación con comprensión y tolerancia. En fecha más reciente, la tendencia parece haber cambiado radicalmente, y en la mente de todos están los casos notorios en los que se ha llevado a cabo o, cuando menos, se ha anunciado, la revocación de aquellas medidas. La justificación que se esboza por los gestores de las sociedades afectadas y que rápidamente se ha asumido como fundada es la de que el *buen gobierno* corporativo resulta escasamente compatible con la vigencia de esas medidas. Ciertamente, ha de reconocerse, que con las medidas tradicionalmente utilizadas por las sociedades cotizadas españolas y que ahora están en revisión, lo que se perseguía era la protección de los accionistas de control y de los administradores con ellos vinculados. No lo es menos que la eliminación de esas medidas no ha de suponer, necesariamente, un mejor gobierno de las sociedades, por ser éste un objetivo que excede con amplitud del alcance del régimen de los mercados de valores y, por supuesto, del aplicable a las OPAs y porque tampoco puede ignorarse que en algunos casos los buenos propósitos no están exentos de la contradictoria adopción de medidas que no son precisamente expresivas del mejor gobierno.

5. Las medidas defensivas se suelen examinar a partir de dos criterios. Uno primero y más general, plantea la conducta de los administradores de la sociedad afectada por el anuncio de una OPA. El segundo se detiene en la

---

<sup>48</sup> Para una exposición general de la cuestión, v. MÜLBERT, P./BIRKE, M., "In defense of passivity on the proper role of a target's management in response to a hostile tender offer", *Business Organization Law Review* 1 (2000), p. 445 y ss.

tipología de esas medidas, con especial atención hacia su incorporación estatutaria.

*B) La jerarquía de intereses.*

6. En principio, la posición exigible de los administradores no admite duda en cuanto a su fundamento: ante la formulación de una OPA, los administradores han de observar los criterios de diligencia y lealtad que con carácter general proclama el artículo 127.1 LSA para el desempeño de ese cargo. Esto ha de significar, siempre desde una aproximación inicial, que ha de ser el interés social el que ha de regir la actuación de los administradores en su reacción ante una OPA anunciada o que resulta inminente. La pérdida de la condición de administrador y los consiguientes beneficios de distinta naturaleza que a ella van unidos no pueden condicionar la actuación que, en nombre de la sociedad, puede ser desplegada frente al oferente. En otro caso, se estaría sustituyendo la defensa del interés social como criterio de actuación por el intento de que prosperen intereses particulares de los administradores (tengan estos a su vez la condición de accionistas o no). Tan rechazable resulta esa posibilidad, como la actuación que, sin estar directamente vinculada con las ventajas particulares de los administradores, conecta con los intereses de los accionistas de control. Los administradores no estarían tampoco respetando los criterios de una correcta (leal y diligente) actuación, si su reacción ante una OPA se inspira en la atención preferente a la posición de los accionistas de control.

7. De lo expuesto parece poder concluirse que ha de ser el interés social el criterio evaluador de una OPA. Sabido es que se trata de un concepto sumamente impreciso y complejo, lo que también se manifiesta en esta materia. Porque afirmar que el interés social es el interés común de todos los accionistas no es, probablemente, una conclusión pacífica. Ciertamente, que una OPA

comporte para todos los accionistas de forma paritaria una importante plusvalía con respecto al valor de cotización es circunstancia que los administradores han de ponderar de forma especial. Sin embargo, ello no satisfará plenamente otros intereses vinculados con la sociedad objeto de la OPA, como pueden ser los de los trabajadores y acreedores. La experiencia revela que el paso siguiente tras una OPA triunfante puede estar constituido por la desaparición de aquella sociedad o por una considerable reducción de puestos de trabajo o, en fin, por un cambio radical en cuanto a su actividad (traslado de la fabricación de determinados productos, cierre de centros de trabajo, etc.). Otro tanto cabe decir con respecto a la utilización de determinados elementos patrimoniales de la sociedad objeto de la OPA para la cancelación de la deuda contraída por el oferente con quienes han financiado la compra de acciones.

8. El mero apunte de los intereses que resultan afectados por el lanzamiento y eventual éxito de una OPA permite advertir que tampoco es fácil sancionar de manera rotunda lo que constituye un buen gobierno en esa circunstancia. Ahora bien, la complejidad expresada no debe aprovecharse para hacer pasar por intereses generales merecedores de protección lo que no son sino intentos de defensa de posiciones subjetivas. En la realidad, no son pocos los supuestos en donde deslindar los intereses particulares con respecto del interés social no resulta sencillo, sobre todo ante la capacidad acreditada de algunos administradores y accionistas de control a la hora de confundir ambos de manera que sea difícil deslindar los respectivos intereses.

9. La respuesta legislativa al respecto revela, como línea general, una clara voluntad por limitar las posibles actuaciones que los administradores pueden llevar a cabo frente a una OPA. La terminología al uso nos habla de medidas defensivas de variable alcance y ubicación, pero quizás haya de nuevo que comenzar por una enmienda a la propia calificación o, al menos, por tratar de precisar el objeto al que sirven en ocasiones tales medidas. Si la hostilidad que se predica de una OPA dista mucho de afectar a los accionistas y sí a los

administradores, otro tanto cae decir del reverso de esa hostilidad que constituyen las medidas destinadas a contrarrestarla. La defensa tampoco estará fundada en la consideración exclusiva o, cuando menos, preferente, de los accionistas, sino en el mantenimiento de la posición de los administradores. Esto explica que, en las modernas corrientes reguladoras de las OPAs, se venga prestando especial atención a los criterios de conducta de los administradores afectados, al tiempo que, concretando lo que se considera que pudiera ser una conducta admisible, se precisen las medidas que cabe poner en marcha a partir de la presentación de una OPA. La orientación reguladora señalada trata de dotar de efectividad a la existencia de un mercado de control societario y la exigencia de un comportamiento leal y diligente de los administradores.

C) *La respuesta legislativa.*

10. En la regulación española en materia de OPAs la relevancia de la adecuada disciplina de los administradores de la sociedad afectada encontró una respuesta en el artículo 14 del RD 1197/1991, que tuvo entonces en cuenta la orientación que en ese punto ya incorporaba el Derecho comunitario entonces proyectado<sup>49</sup> y posteriormente frustrado. Para ello se introdujo la que ha sido descrita como la regla de pasividad de los administradores<sup>50</sup>. Tratándose, como es notorio, de una norma prohibitiva y, además, destinada a jugar una función esencial con vistas a la propia vigencia del sistema normativo en su conjunto, el artículo 14 acierta al formular la *“limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo”* en términos precisos, que admiten ser sintetizados:

---

<sup>49</sup> V. TAPIA HERMIDA, A.J., “Artículo 14”, en *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, t. I, pp. 373 y ss., y la bibliografía allí citada.

<sup>50</sup> V. GARRIDO, J.M., “La actuación de los administradores”, *cit.*, p. 2729 y ss. Con respecto a la experiencia española.

- (i) El *criterio general* que en todo momento han de observar los administradores pasa “*por hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios*”.
- (ii) Las limitaciones reglamentarias se ubican en un concreto *ámbito temporal*, que se inicia con la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones a las que se dirige la oferta y termina con la publicación del resultado de la oferta.
- (iii) En cuanto a las *operaciones* susceptibles de ser ejecutadas por los administradores, de nuevo con un carácter general se advierte, en primer lugar, que éstas no pueden ser ajenas a la actividad ordinaria de la sociedad administrada. Como segunda orientación, se exige de los administradores la observancia de un deber de abstención de todo acto destinado, de manera directa o indirecta, a perturbar el desarrollo de la oferta. De ahí que se subraye que lo importante es que ese efecto perturbador sea el objeto principal de la operación, aún cuando pueda recurrirse a argumentos aparentes que traten de enmascarar ese propósito. Desde un punto de vista objetivo, se prohíbe de forma expresa la emisión de acciones u otros valores que den derecho a su suscripción o adquisición, excepto cuando “*se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta general*”.
- (iv) En el *plano* subjetivo, las limitaciones que establece el artículo 14 alcanzan también a las demás sociedades del grupo al que pertenezca la sociedad objeto de la OPA, así como a aquellos sujetos que actúen concertadamente con ésta. Son previsiones habituales en la legislación del mercado de valores, que, a partir de la experiencia, reconocen el protagonismo de los grupos de sociedades y la posibilidad de alianzas con terceros cara a impedir la normal evolución de una OPA. Es notorio que se trata de

previsiones que se acumulan a aquellas otras disposiciones societarias que restringen la posible actuación de los administradores o de quienes actúan en concierto con ellos a la hora de adquirir acciones propias o de establecer participaciones recíprocas.

11. La legislación comunitaria entonces en proyecto fue el principal elemento inspirador del artículo 14 que acabamos de reseñar. La delimitación de las obligaciones de los administradores de la sociedad afectada ha sido uno de los puntos más problemáticos, toda vez que las posturas en este punto enlazan con las variadas concepciones imperantes en cuanto al grado de admisibilidad que merecen las OPAs en los mercados respectivos. La existencia de un genuino mercado del control societario dependerá en gran medida de que se permita el libre juego de la oferta y la demanda, que siempre se verá alterado si se permite la interferencia de medidas que, sin traducirse en nuevas ofertas, persigan obstaculizar las existentes.

La Propuesta de Directiva que naufragó el pasado mes de junio abordaba la cuestión en su artículo 9 y los trabajos que desde entonces se han realizado con vistas a la armonización europea han prestado semejante atención a la cuestión. En concreto, la orientación en este punto gira en torno a dos principios que han de compartirse. El primero es el que considera que son los accionistas – con lo que implícitamente se dice que no han de serlo los administradores– quienes tienen que tomar la decisión sobre la admisión o rechazo de una OPA. Ahora bien, y con ello llegamos al segundo principio, los accionistas legitimados para participar en tal decisión son solo aquellos titulares de participaciones que comportan un derecho ilimitado sobre los beneficios o sobre el valor de liquidación de la sociedad. A éstos se les debe de reconocer una posición privilegiada en ese sentido en la medida en que son también los que, en último término, soportan con su inversión la marcha (positiva o negativa) de la sociedad.

12. A partir de tales principios no puede sorprender que el principio de la neutralización de las medidas defensivas<sup>51</sup> se convierta en uno de los pilares de la futura regulación europea. En los términos en que se propone se trata, sin duda, de una medida que supondrá un cambio radical en la práctica de numerosas sociedades cotizadas que han hecho un intenso uso de algunas de las previsiones estatutarias que se verán afectadas por la neutralización la regla general.

## 7. LOS “BLINDAJES” ESTATUTARIOS.

1. Probablemente por las limitaciones impuestas por la normativa aplicable a las maniobras “defensivas” estando en curso una OPA, la práctica demuestra que son poco frecuentes ese tipo de reacciones *a posteriori*. Al menos en lo que se refiere a la práctica española, es difícil encontrar algún supuesto en el que los administradores de la sociedad afectada intentaran operaciones que pudieran afectar al capital social [por ejemplo, al amparo del limitado margen que autoriza el apartado a) del artículo 14 del Real Decreto 1197/1991]. Ello, a pesar de que puede afirmarse que es una práctica muy extendida en las grandes sociedades cotizadas españolas la propuesta a la Junta y consiguiente aprobación por ésta del “capital autorizado” previsto en el art. 153.1, b) LSA.

2. Por el contrario, frente a la escasa utilización de defensas frente a una OPA ya formulada, son objeto de una frecuente utilización por parte de esas mismas sociedades las que en la terminología belicista que impregna la práctica de estas operaciones se describen como medidas estatutarias de “blindaje”. Una vez más, el lenguaje es equívoco, porque puede confundir en cuanto a la identidad de los beneficiarios de esa protección. Como sucedía con la reflexión acerca de la hostilidad de las OPAs, se corre el riesgo de aceptar que son

---

<sup>51</sup> *Rapport, cit.*, p. 5 y p. 31 y ss.

decisiones orientadas a proteger a la sociedad y al conjunto de los accionistas, aquellas que de manera principal, si no en forma exclusiva, tienen como consecuencia indudable favorecer y fortalecer la posición de los accionistas (minoritarios) de control y, por supuesto, la de los administradores.

3. El problema que se plantea con estas medidas es de gran calado y su adecuado tratamiento quizás obligue a comenzar por advertir que no estamos ante un problema específico de las OPAs, sin perjuicio de que sea ante el temor frente al lanzamiento de una oferta de ese tipo cuando afloran con especial intensidad los efectos de ese tipo de previsiones estatutarias. Las limitaciones a los derechos de los accionistas, las mayorías exigidas para la adopción de acuerdos sociales y las restricciones para el acceso a la administración de sociedades cotizadas son las más difundidas posibilidades que se utilizan al amparo de la legislación general (en este caso la LSA), y que cuentan con la justificación histórica de su oportunidad para la tutela de ciertos intereses merecedores de especial ponderación (el interés de la sociedad, el de los accionistas minoritarios, etc.). La paradoja que las OPAs evidencian la depara la perversión de esas medidas consentidas por el legislador a la autonomía estatutaria, que en el caso de sociedades cotizadas acaban teniendo como beneficiarios a sujetos radicalmente distintos de los que pudo contemplar el legislador. De ahí que vaya abriéndose camino con creciente pujanza la corriente favorable a dotar a las sociedades cotizadas de un régimen especial, en el que no quepa una perversión de posibilidades estatutarias como las que se han apuntado y a continuación analizaremos.

4. Hablar de perversión no es inapropiado si se repara que el efecto común de esas medidas es el reforzamiento de la posición de ciertos accionistas y de los administradores ante operaciones de cambio de control, que difícilmente podrán prosperar sin su colaboración o, en lo que es una hipótesis aún más criticable, puede suponer que sean solo ellos los beneficiarios de dicho cambio. Medidas tales como el establecimiento de porcentajes de asistencia a la

Junta general o de mayorías reforzadas para la adopción de algunos acuerdos influyen sobre la formación de OPAs puesto que obligan al eventual oferente a alcanzar una participación suficiente para poder obviar esos obstáculos. No son tampoco impedimentos insalvables las disposiciones estatutarias que reclaman condiciones particulares (en especial la previa condición de accionista o una determinada antigüedad en cuanto tal) de los posibles administradores. De tener éxito la OPA y ser el oferente titular de un número de derechos de voto suficientes a tal fin, procederá a la supresión de esas restricciones.

5. Donde la perversión se advierte quizás con mayor claridad es en la limitación estatutaria del número máximo de votos de un mismo accionista. Son muchas e importantes las sociedades cotizadas españolas que han adoptado esta previsión y la perversión apuntada resulta de que una norma pensada inicialmente para la defensa de los minoritarios acabe siendo utilizada para la protección de los accionistas de control<sup>52</sup>. Esa limitación sí condiciona sensiblemente la posibilidad de que la sociedad cuyos estatutos la acogen sea objeto de una OPA. Ni el alcance de ésta ni su éxito pueden ser suficientes para afirmar que se llegue a un efectivo cambio de control. Por poner un ejemplo, de nada servirá al oferente adquirir a través de una OPA el 90% de los derechos de voto si los accionistas de control titulares del 10% deciden no acudir a la misma. Por ello se entiende que sea ésta una de las principales limitaciones cuya desaparición se propugne en la reforma del régimen de las OPAs.

## 8. CONCLUSIÓN

1. Antes que una conclusión, procede una recapitulación de lo expuesto en los anteriores apartados acerca de la situación que presenta la disciplina y práctica de las OPAS en el mercado español. Cuando el vigente Reglamento ha

---

<sup>52</sup> V., al respecto, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista", RDBB 42 (1991), pp. 277-278.

cumplido un decenio, la observación de la realidad no permite afirmar que las OPAs estén sirviendo de manera notable para la consolidación de un auténtico mercado de control societario. Son contadas las OPAs que efectivamente han servido como instrumento del cambio de control a través del mercado. En la mayoría de los casos, las OPAs formuladas iban orientadas a la exclusión de la negociación o a trasladar al mercado los efectos de cambios de control convenidos fuera de ellos.

2. El deficiente funcionamiento del sistema se ha visto especialmente agravado con recientes operaciones que han supuesto cambios efectivos de control en sociedades cotizadas que, sin embargo, no han obligado formular una OPA. Se comprende así la proliferación de opiniones que reclaman una reforma del régimen de las OPAs. Al parecer, el Gobierno español considera que tales reclamaciones están fundadas puesto que ha anunciado su intención de abordar de inmediato una reforma del Real Decreto 1197/1991.

3. Con independencia de cuál sea su motivación, la reforma del régimen de las OPAs no puede ignorar dos aspectos esenciales. El primero es el que resulta de la aproximación entre los distintos mercados de valores y la necesidad de que las OPAs cuenten con un régimen uniforme en lo que se contempla como un mercado europeo de capitales plenamente integrado en el año 2005. El segundo aspecto a considerar es el de la relación existente entre la regulación de las OPAs y la armonización del Derecho de sociedades. En particular, por lo que se refiere a las medidas defensivas frente a una OPA, es deseable que en el ámbito europeo exista una efectiva igualdad legislativa, de manera que no se produzcan distorsiones a partir de la mayor o menor facilidad que a la hora de plantear obstáculos a una OPA resulta de la legislación societaria. Sin perjuicio de ello, la mayor o menor utilización de las OPAs no es una cuestión que dependa, de manera preferente, de la legislación en vigor. Tanta o más influencia tendrán las estructuras de propiedad del capital de las sociedades participadas. En todo caso, la regulación de las OPAs

habrá tenido éxito si desplaza el poder de decisión a los accionistas, que son, a pesar de que con frecuencia se olvide, los dueños de la sociedad.